

**Propuesta al mercado de renta variable de Colombia para el fomento y
desarrollo de la emisión de acciones**

Jack Cybul Leventhal

Colegio de Estudios Superiores de Administración - CESA

Administración de empresas

Bogotá

2018

Propuesta al mercado de renta variable de Colombia para el fomento y desarrollo de la emisión de acciones

Jack Cybul Leventhal

Director:

Eduardo Van Merbeeke

Colegio de Estudios Superiores de Administración - CESA

Administración de empresas

Bogotá

2018

Contenido

1.	Dedicatoria.....	5
2.	Introducción.....	8
3.	Marco Teórico.....	10
3.1.	Problemática.....	10
3.2.	Estado del arte.....	11
3.3.	Objetivos.....	18
3.4.	Metodología.....	19
3.4.1.	Disclaimers.....	20
4.	Análisis de entrevistas.....	21
4.1.	Reguladores.....	21
4.1.1.	Resultados de entrevistas.....	21
4.1.2.	Comentarios.....	25
4.2.	Emisores y Empresarios.....	26
4.2.1.	Resultados de entrevistas.....	26
4.2.2.	Comentarios.....	30
4.3.	Comisionistas.....	31
4.3.1.	Resultados de entrevistas.....	31
4.3.2.	Comentarios.....	33
4.4.	Banqueros.....	33
4.4.1.	Resultados de entrevistas.....	33
4.4.2.	Comentarios.....	38
4.5.	Fondos de Capital Privado.....	40
4.5.1.	Resultados de entrevistas.....	40
4.5.2.	Comentarios.....	41
5.	Conclusiones.....	42
5.1.	Propuestas.....	43
5.1.1.	Propuesta Tributaria.....	43
5.1.2.	Propuesta Publicitaria.....	44
5.1.3.	Propuesta Metodológica.....	45
6.	Bibliografía.....	47
7.	Anexos:.....	51

7.1.	Entrevistas:.....	51
7.1.1.	Reguladores:	51
7.1.2.	Emisores y Empresarios:	64
7.1.3.	Comisionistas:	72
7.1.4.	Banqueros	74
7.1.5.	Fondos de capital privado	81
7.2.	Alianza del Pacífico.....	82

Contenido Tablas

Tabla 1, Causas de la problemática.....	6
Tabla 2, Posibles soluciones.....	7
Tabla 3, Comentarios	7

1. Dedicatoria

Agradezco a todas las personas que me ayudaron a hacer este trabajo el cual es el comienzo de un sueño, mi sueño, y es el primer paso, el primer grano de arena para la realización de ese sueño de que Colombia tenga una bolsa de valores en renta variable reconocida a nivel mundial.

Agradezco a Catalina Isaza, quien me ayudó a que la redacción de este trabajo fuera la correcta, y que siempre estuvo atenta a ayudarme en temas de redacción, estructura y ortografía.

Agradezco a Eduardo Van Meerbeke, quien me ayudó con la consecución de entrevistas y me dio el apoyo necesario para sacar este trabajo adelante.

Finalmente, agradezco los entrevistados, personas reconocidas del sector financiero en Colombia que me entregaron un poquito de su tiempo para responder a mis preguntas y compartir su conocimiento. Sin ellos este trabajo de grado no hubiera sido posible, a ellos les digo gracias de forma muy especial, ya que su conocimiento y sus entrevistas son la base fundamental del presente documento.

Gracias.

Cuadros

Tabla 1, Causas de la problemática

Causas de la problemática							
	Percepción inicial	Academia	Reguladores	Emisores y empresarios	Comisionistas	Banqueros	Fondos de capital privado
Liquidez de la bolsa	X	X	X	X	X	X	X
Factor tributario			X	X		X	X
Falta de innovación por parte de la bolsa						X	
Transparencia			X	X			
Falta de confianza por parte de los inversionistas			X		X		
Situación económica nacional		X	X	X		X	X
Costos de transacción	X	X		X		X	
Costos de estructuración			X			X	
Regulación	X	X		X			X
Accionistas mayoritarios y control		X	X	X			
Subvaloración de las empresas listadas		X	X	X			

Tabla 2, Posibles soluciones

Posibles soluciones							
	Percepción inicial	Academia	Reguladores	Emisores y empresarios	Comisionistas	Banqueros	Fondos de capital privado
Reducir costos transaccionales y de estructuración	X		X				
Beneficios tributarios			X	X		X	X
Colocaciones privadas						X	
Creación de inversionistas institucionales				X		X	
Desarrollo de SPACs				X		X	
Promoción y publicidad de empresas listadas		X	X			X	
Promoción y publicidad de beneficios de ser una empresa listada		X	X		X	X	
Cambios en la regulación	X	X				X	X
Dar mayor acceso al mercado		X			X	X	

Tabla 3, Comentarios

Comentarios	
Percepción inicial	Una bolsa de baja liquidez tiene dificultades para desarrollarse al tener pocas transacciones en el mercado.
Academia	Ayyagari, Demirguc-kunt y Maksimovic; “Los mercados de Equity son una fuente importante de financiación para las empresas en mercados en vía de desarrollo y no son fuentes fáciles de sustituir”.
Reguladores	La cultura del país hace que los empresarios no quieran arriesgar control ni compartir más información y los inversionistas no quieran arriesgar sus ahorros, a la gente en Colombia no le gusta exponerse.
Emisores y empresarios	La emisión de acciones en Colombia como una estrategia de financiación tiende a tener más costos que beneficios.
Comisionistas	Los inversionistas no conocen mucho del sector y son adversos al riesgo, se necesita promocionar los mercados de equity y dar educación financiera a la gente.
Banqueros	La coyuntura económica de Colombia no ha permitido que se desarrolle un apetito de emisión, se necesitan oportunidades de crecimiento para que las empresas quieran emitir.
Fondo de capital privado	Aun no se han visto salidas por medio de OPIs por parte de los fondos de capital privado en Colombia, un motivo importante es que hay un choque de intereses entre los fondos y los posibles inversionistas.

2. Introducción

El sector bursátil en Colombia es una industria con mucho potencial que durante muchos años se ha comportado de manera lenta e ilíquida. Esto debido a temas regulatorios y transaccionales como las reglas para entrar a bolsa y los costos que se dan con cada movimiento dentro de la misma. Estas dificultades han hecho que la liquidez de la bolsa quede afectada. Esto se debe a que una bolsa con altos costos transaccionales se vuelve ilíquida y una bolsa ilíquida se vuelve cada vez más costosa en sus transacciones, lo que hace que se cree una situación en la cual las causas del problema son también los efectos del problema, es decir, un círculo vicioso, mejor conocido como un *Snow Ball Effect*. Esto ha causado un menor número de emisiones y de movimientos dentro de la bolsa. Para poder solucionar la anterior dificultad se debe buscar una estrategia que fomente la emisión de acciones en bolsa y que ayude a la Bolsa de Valores de Colombia a volverse más líquida, esto por medio de reducciones en los costos de transacción que fomenten el uso de la bolsa y el intercambio de valores.

Para hablar de la Bolsa de Valores de Colombia es necesario saber dónde se ubica dentro del sector financiero para así poder tener contexto de su función. “El sistema financiero en Colombia es regulado por la Superintendencia Financiera (SFC), la cual se encarga de vigilar a todas las entidades que se muevan en el sector financiero. Este sector está conformado por los establecimientos de crédito (EC), las entidades de servicios financieros (ESF) y otras entidades financieras” (Uribe, 2013). El presente trabajo se enfocará en la Bolsa de Valores de Colombia S.A. Desde el 2001, la Bolsa se ha dedicado a ser el agente emisor del mercado de valores de este país (Bolsa de Valores de Colombia, 2008).

Para comenzar, es necesario saber qué es La Bolsa de Valores de Colombia, definida como:

el aliado estratégico del sector financiero y bursátil en servicios de negociación, tecnología, información, compensación y liquidación. La BVC es una bolsa multi-producto y multi-mercado que administra los sistemas de negociación y registro de los mercados de acciones, renta fija, derivados, divisas, OTC y servicios de emisores. También provee soluciones tecnológicas especializadas para el sector financiero, genera información centralizada de mercado y valoración de activos. Además, participa en toda la cadena de valor de la industria bursátil, a través de participaciones accionarias, en el Depósito Centralizado de Valores (Deceval), la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) y en la Cámara de Compensación de Divisas (CCDC) (Bolsa de Valores de Colombia, 2017a).

Actualmente en la bolsa de valores de Colombia circulan en renta variable 69 acciones en total (Bolsa de Valores de Colombia, 2017b), un valor bastante inferior comparado con el de bolsas en otros países más desarrollados como Estados Unidos, donde en sus bolsas de valores actualmente hay en circulación 6763 acciones en total, estas divididas en sus 3 bolsas de valores: Nasdaq (3272), NYSE (3129) y AMEX (362) (Nasdaq, 2017). Si se compara la bolsa colombiana con la de países de la región como Perú, donde en la Bolsa de Valores de Lima actualmente hay en circulación 278 acciones, se podrá ver que el país presenta una inferioridad notable (Bolsa de Valores de Lima, 2017). Por ejemplo, Colcap, el principal índice de liquidez del mercado de valores nacional, considerado como el Dow Jones versión colombiana, está integrado por las 25 acciones más liquidas del país (Bloomberg, 2017) y el 26 de agosto de 2017 contó con un volumen diario de 19,6 millones de dólares (Bloomberg, 2017). Este valor se puede considerar débil si se compara con el volumen diario de una bolsa más desarrollada como fue el de la NYSE del 16 de septiembre de 2017, que se encontró en un poco más de 45.6 billones de dólares (NYSE, 2017).

3. Marco Teórico

3.1. Problemática

Las anteriores comparaciones son una muestra del problema con el mercado accionario colombiano que no se está desarrollando a la altura de sus pares. Para que se haya llegado a esta situación, pueden haber influido varios factores. Uno puede estar relacionado con las dificultades que implica una regulación con requisitos complicados como es la Circular Única de la BVC, que establece los requerimientos específicos de inscripción de acciones en la bolsa, los cuales incluyen: tener un patrimonio superior a los Col \$7.000.000.000, planificar el cumplimiento de los objetivos de la emisión en un plazo máximo de 4 años desde la fecha de la emisión, listar con nombre e identificación de los accionistas de la sociedad y de su porcentaje de participación en el capital suscrito de la sociedad, etc. (Bolsa de Valores de Colombia, 2017c). Otro puede tener que ver con que en el 2017 no se hayan emitido acciones, en 2016 solo se haya emitido una empresa (al igual que en 2015) y que en 2014, solo tres (Bolsa de Valores de Colombia, 2017d). Un posible motivo adicional de este rezago son los altos costos de transacción del mercado de renta variable que incluyen comisiones mínimas entre Col \$30.000 y Col \$40.000, además, están las comisiones por transacción (Cigüenza, 2017), que varían dependiendo de la liquidez de la acción.

De acuerdo con lo anterior, la liquidez se define como “la facilidad y rapidez de comprar o vender una acción en determinado momento a un precio justo” (Fradique-Mendez, 2014). Así, las acciones más líquidas tienen un menor costo que las menos líquidas. Un ejemplo hipotético de esto puede ser que comprar o vender una acción líquida, como la de Ecopetrol, puede costar 2.5%, mientras que comprar una acción menos líquida, como la de una compañía como El Cóndor, puede costar entre un 5% y un 7% (Agudelo, 2011). El tema de la liquidez en la bolsa de un país emergente es uno de los factores más importantes a considerar ya que, según los inversionistas

institucionales, una bolsa de baja liquidez tiene más dificultades para desarrollarse y ofrecer inversiones de alto rendimiento, esto se debe a que una baja liquidez implica un mayor costo de capital para las empresas emisoras (Agudelo, 2014).

Teniendo en cuenta este panorama, es importante preguntarse ¿qué se puede hacer en Colombia para aumentar el número de emisores del mercado de renta variable?

Hipótesis: Para aumentar el número se puede hacer más llamativa la emisión de acciones a través de una propuesta que incremente la liquidez del sector bursátil por medio de un mejor entendimiento del sector y de su regulación. Así, se podrá encontrar estrategias que se ajusten a la realidad del mercado y se podrá buscar una manera de reducir los costos relacionados con el sector para hacer que emitir acciones sea una opción atractiva para las empresas.

3.2. Estado del arte

Colombia es un país donde la mayoría de las empresas son familiares, esto significa que es necesario entender por qué estas empresas buscarían emitir acciones y por qué no lo harían. En el 2005, el 70% de las empresas vigiladas por la Superintendencia de Sociedades estaba conformado por sociedades de familia, además, en ese mismo año las sociedades de familia representaron en otros países valores similares o mucho mayores: Estados Unidos 96%, en Italia 99%, en Suiza 88%, en España 71% y en Chile 65% (Lacouture, 2005).

Ahora bien, esto se relaciona con la situación del país en el sector bursátil, ya que estas empresas de familia tienen ciertas características que determinan sus opiniones y preferencias sobre la bolsa. Entre los principales motivos para que una empresa salga a bolsa están: la búsqueda de liquidez, el crecimiento del capital de la empresa e incluso la adquisición de más reconocimiento y legitimidad (Boers, Ljungkvist, Brunninge, & Nordqvist, 2017). Además de esto, las empresas

de familia ven como incentivo salir a bolsa para facilitar el proceso de sucesión (Boers, Ljungkvist, Brunninge, & Nordqvist, 2017).

Por otro lado, las empresas de familia al salir a bolsa arriesgan control de la empresa y ganan nuevos accionistas con los que deben lidiar por más minoritarios que sean. Esto genera situaciones incómodas en la empresa ya que los miembros de la familia controladora tienden a tener objetivos a largo plazo no financieros que chocan con los objetivos de accionistas minoritarios (Boers, Ljungkvist, Brunninge, & Nordqvist, 2017). Como consecuencia de estas dificultades, muchas empresas de familia deciden no salir a bolsa o, si ya están en bolsa, deslistarse de esta. Lo anterior es evidente con el hecho de que la mayoría de las transacciones de retirada de bolsa son iniciadas por accionistas mayoritarios de largo plazo (Boers, Ljungkvist, Brunninge, & Nordqvist, 2017).

Uno de los motivos por los cuales una empresa decide salir de bolsa es el alto costo regulatorio en que debe incurrir para estar listada (Martínez & Serve, 2010). Una estrategia común es la salida de bolsa por medio de una BOSO (Buy-Out offer with Squeeze-Out), en la cual el accionista mayoritario obtiene tanto control sobre la empresa que obliga a los minoritarios a venderle su participación para ser el propietario del 100% de la empresa. Después, ya con control total, el único accionista decide sacar la empresa de bolsa. Lo anterior es muy común en países europeos y normalmente es iniciado por accionistas corporativos o por miembros de la familia propietaria (Martínez & Serve, 2010).

Entre otros motivos por los cuales una empresa decide salir de bolsa están: posible menor apalancamiento en relación a su industria, una beta menor a la de sus competidores listados en bolsa, menor liquidez transaccional (volumen de la acción) y menor cobertura (poco recomendada por los analistas). De acuerdo con lo anterior, las empresas que se deslistan, lo hacen normalmente

porque no les fue bien siendo empresas listadas y sus acciones no se comportaron como esperaban, además, el constante aumento del costo de permanecer en bolsa para las empresas es una mayor carga y esto, junto con un bajo rendimiento de las acciones, disminuye los beneficios que trae estar listado en bolsa (Martínez & Serve, 2010). Esto se relaciona con la situación actual en Colombia con la bolsa de valores local, ya que deja claro que no solo se debe trabajar en cómo hacer que más empresas salgan a bolsa, sino también hay que ver cómo hacer para asegurar que estas empresas se desarrollen y tengan un rendimiento de alta liquidez cuando estén transando. Ahora bien, una estrategia menos común de salida de bolsa es por medio de M&A, en la que una empresa compra otra y, al hacer la adquisición, la empresa compradora saca de bolsa a la empresa vendida.

Un dato interesante es que los motivos para salir de bolsa se relacionan con el riesgo crediticio de la empresa. Las empresas de poco riesgo que se comportan de manera estable tienden a salir por medio de actividades de M&A, mientras que las de alto riesgo salen por motivos de bajo rendimiento como estar subvaluadas, esto debido a que un mal rating crediticio afecta el precio de la acción y hace que su valor disminuya a pesar de que la empresa sea fuerte o rentable (Kuo, Huang, & Jhang, 2013).

Las empresas que deciden salir de bolsa voluntariamente, como se ha dicho anteriormente, lo hacen debido a que los beneficios que les da estar listadas ya no son suficientes para balancear los costos y las obligaciones que conlleva ser una empresa listada. Estas empresas, al momento de retirarse de la bolsa, tienden a tener baja visibilidad financiera y baja liquidez, que se reflejan en su retorno sobre acción y en su volumen transaccional (Kashefi Pour & Lasfer, 2013). En Colombia las empresas tienden a tener las características descritas anteriormente ya que las empresas en bolsa, aparte de las grandes (Ecopetrol, Bancolombia, Argos, etc.), se transan con poca liquidez y no tienen casi visibilidad financiera. Al mismo tiempo, se debe determinar por qué

una empresa decide salir a bolsa y si desde ese momento sabe que va a transar por un tiempo temporal. Un ejemplo de esto es que en Inglaterra las empresas que se retiran de bolsa son aquellas que entraron a transar estando fuertemente apalancadas y que generalmente salen de bolsa 4 años después de su oferta pública inicial (IPO). Ahora bien, otro argumento para saber si a una empresa solo le interesa transar en bolsa por un período de tiempo determinado es el hecho de que sus accionistas mayoritarios a la fecha del IPO se mantengan mayoritarios a lo largo de la historia que la acción ha estado transando (Kashefi Pour & Lasfer, 2013).

Por otro lado, se puede hablar de los beneficios que le trae a una empresa estar listada en bolsa, como son una mayor liquidez y un fácil acceso a mercados financieros (Martínez & Serve, 2010). Así, los beneficios principales de listar en bolsa son: compartir el riesgo con los accionistas, minimizar el costo de capital para así maximizar el valor de la firma y aumentar la visibilidad de la empresa en los mercados financieros (Martínez & Serve, 2010). Igualmente, los motivos más comunes para salir a transar en bolsa son: conseguir una mayor transparencia que le permita a la empresa tener mayor poder de negociación con los bancos, diversificar las fuentes de financiamiento de la empresa, re balancear el apalancamiento de la empresa, crear acciones líquidas que se puedan utilizar como forma de pago en futuras adquisiciones, y muchos otros motivos relacionados con financiamiento y liquidez (Kashefi Pour & Lasfer, 2013). En este orden de ideas, la liquidez de las acciones es el principal beneficio de estar listado en bolsa y sin este beneficio muchas empresas prefieren permanecer privadas o en su defecto regresar a ser privadas (Martínez & Serve, 2010). Las empresas con mayor atracción a ser listadas en bolsa son aquellas con un alto potencial de crecimiento y con un acceso limitado de deuda, ya que con una emisión pueden conseguir todo el capital que necesitan para crecer sin todas las obligaciones que trae la deuda (Martínez & Serve, 2010). Así, se puede decir que salir a bolsa es un tipo de financiamiento

de bajo costo atractivo para empresas con potencial de crecimiento con flujos de caja reducidos (Kashefi Pour & Lasfer, 2013). Sin embargo, si la empresa que decide salir a bolsa no es lo suficiente reconocida y no logra atraer suficiente demanda de inversión en el IPO (Initial Public Offering, en español, Oferta Pública Inicial u OPI, que es cuando una empresa emite y ofrece acciones en la bolsa de valores por primera vez), esta tendrá un precio de acción volátil, lo cual incentivará a la empresa a retirarse de la bolsa (Kashefi Pour & Lasfer, 2013). Las empresas que se retiran de bolsa con un alto nivel de apalancamiento lo hacen debido a que durante su tiempo transando en bolsa no lograron conseguir el capital necesario para balancear su deuda o para hacer las inversiones necesarias para crecer. (Kashefi Pour & Lasfer, 2013).

Basándose en la información anterior, se puede decir que en Colombia a las empresas no les interesa listar sus acciones en bolsa debido a que se ven las problemáticas expuestas anteriormente desde antes de que decidan emitir acciones. Como dice Agudelo (2011) en su artículo sobre la liquidez, los costos de transacción en Colombia están atados a la liquidez y afectan el atractivo de la bolsa de valores colombiana, ya que la hacen poco visible en el ámbito social, adicionalmente, esta bolsa presenta pocas alternativas de inversión al tener solo 69 acciones.

Para que en Colombia la emisión de valores sea más atractiva y haya más Ofertas Públicas Iniciales se deben mejorar los siguientes factores: reputación, ambiente regulatorio, facilidad de acceso a información para los inversionistas y menores costos de operación (Nicola & Peristiani, 2012). Una de las estrategias para hacer llamativa la emisión de acciones en la Bolsa de Valores de Colombia es la de invitar a empresas prestigiosas a emitir acciones ahí, pueden ser colombianas o pueden ser extranjeras. De esta forma el estatus de la Bolsa de Valores de Colombia subirá. Esto ayudaría a aumentar la actividad de la bolsa nacional, incrementando de esta forma la liquidez, y por lo tanto, el atractivo (Nicola & Peristiani, 2012). Otra manera de incrementar la actividad de

la bolsa colombiana es por medio de una regulación atractiva que les sirva a las empresas extranjeras para mostrar transparencia y credibilidad, además de esto, es importante ver cómo lidiar con aspectos como la estabilidad política, la ley y el control de corrupción que afectan la imagen de cualquier bolsa nacional (Nicola & Peristiani, 2012). Así mismo, se puede ver que las bolsas de valores más prestigiosas son aquellas que se ubican en economías de exportación con capacidades para competir en el comercio internacional (Nicola & Peristiani, 2012). También se deben ofrecer más protecciones para los inversionistas que aseguren que sus derechos sean respetados y sus rentabilidades protegidas, esto debido a que los países con bolsas atractivas para inversionistas reciben mayores fondos que son direccionados a proyectos de alta productividad, lo cual genera crecimiento económico en el país (Ayyagari, Demirguc-Kunt, & Maksimovic, 2013).

Lo anterior aumenta el desarrollo del emprendimiento, la innovación y el crecimiento económico (Ayyagari, Demirguc-Kunt, & Maksimovic, 2013). Una economía en desarrollo como la de Colombia, donde la mayoría de las estructuras de capital están financiadas por medio de deuda bancaria y donde las grandes empresas prefieren utilizar instrumentos de renta fija, se beneficiaría si diversificara esta estructura más hacia la renta variable, ya que la capitalización de una bolsa de valores se comporta de manera similar y relacionada con el PIB. En pocas palabras, se entiende que una bolsa de valores nacional atractiva y líquida ayuda a jalonar el crecimiento económico de un país (Ayyagari, Demirguc-Kunt, & Maksimovic, 2013). Este empuje se haría notar en el emprendimiento y en la industria, sectores que se encuentran en constante búsqueda de financiamiento externo, el cual se facilita en una economía con un alto nivel de desarrollo y acelera el crecimiento de dichas industrias (Ayyagari, Demirguc-Kunt, & Maksimovic, 2013).

Entre las principales medidas para notar la relación entre el crecimiento económico y el desarrollo de la bolsa, se encuentra la liquidez de esta última, la cual promueve el crecimiento

económico de un país por medio de un aumento de velocidad del dinero que genera crecimiento de productividad (Ayyagari, Demirguc-Kunt, & Maksimovic, 2013). Esto se ve reflejado en cómo las industrias crecen más rápido al tener acceso a financiamiento externo con mayor facilidad, lo que les permite hacer las inversiones para su crecimiento de manera eficaz y optimizar los momentos de bonanza económica. Por otro lado, está el tema de la versatilidad económica en países con un sistema financiero líquido que facilita el movimiento del capital, en otras palabras, los países líquidos pueden con más facilidad decidir cuándo invertir en una industria en crecimiento y cuándo desinvertir en una industria en declive (Ayyagari, Demirguc-Kunt, & Maksimovic, 2013). Esto significa que las inversiones en bolsa en países líquidos ayudan a optimizar el crecimiento económico, ya que logran direccionar el dinero a industrias en situación favorable y a sacar el dinero de industrias en declive (Ayyagari, Demirguc-Kunt, & Maksimovic, 2013).

Al enfocarse en el desarrollo de la bolsa de valores, se debe empezar a discutir sobre la importancia de la protección al inversionista, la simplicidad de la regulación y los costos de entrada para las empresas pequeñas en busca de financiamiento externo. Un tema importante para tomar en cuenta es la transparencia de información, la cual permite a los inversionistas tomar mejores decisiones. Debido a esto, las bolsas de valores en países con mejor calidad de información financiera tienden a tener accesos a más inversionistas y a precios de acciones mejor evaluados (Ayyagari, Demirguc-Kunt, & Maksimovic, 2013).

Este desarrollo es importante debido a que un país con una bolsa de valores activa les agrega una opción más a las empresas para financiarse a largo plazo, lo cual vuelve el sector bancario más competitivo y facilita el crecimiento de las mismas, por ende, ayuda a desarrollar la

economía del país donde se encuentre dicha bolsa (Ayyagari, Demirguc-Kunt, & Maksimovic, 2013).

Después de analizar la información académica, se puede entender su relevancia puesto que muestra el tipo de economía que se ve en Colombia, en la cual la mayoría de las empresas funcionan como empresas de familia y/o con un accionista mayoritario que se encarga de ejercer control sobre esta sin importar la opinión o votos de los minoritarios (Ayyagari, Demirguc-Kunt, & Maksimovic, 2013). Además, se ve cómo las causas para salir de bolsa se relacionan con las causas para no salir a bolsa y cómo muchos de los problemas por los que pasa una bolsa de valores no desarrollada tienen semejanza con la situación colombiana. Finalmente, se puede notar que la principal dificultad de la Bolsa de Valores de Colombia es un tema de liquidez y que las soluciones disponibles a la polémica actual del sistema económico del país son factibles y de largo plazo. Para concluir, se debe hacer notar una cita final de Ayyagari, Demirguc-kunt y Maksimovic (2013): “Los mercados de Equity son una fuente importante de financiación para las empresas en mercados en vía de desarrollo y no son fuentes fáciles de sustituir”.

3.3. Objetivos

Objetivo general: Proponer una opción viable para mejorar el mercado de renta variable del sector bursátil en Colombia.

Objetivos Específicos: Para lograr esto se harán entrevistas a actores del mercado accionario colombiano que servirán para determinar los motivos por los cuales este sector se encuentra en una situación de retraso en comparación con los mercados bursátiles de países más desarrollados. Esto se hará analizando el mercado bursátil de Colombia desde la perspectiva de los emisores, los inversionistas, los intermediarios y los reguladores. De esta manera, se buscará una estrategia que

ofrezca la posibilidad de reducir los costos de emisión y de transacción por medio de una simplificación del sistema. Para esto, se propondrá una simplificación de regulación que no represente un obstáculo para la creación de nuevas acciones y elimine las redundancias burocráticas del sistema bursátil.

3.4. Metodología

Para este trabajo se hará una investigación basada en la realidad actual del sector, donde se entrevistará a personas involucradas en el mismo. También se entrevistará a personas dedicadas a la industria bursátil que se hayan destacado en labores direccionadas a mejorar el sector bursátil y a demás personajes de la industria que se hayan esmerado por innovar y agregar valor al desarrollo del sector.

Por otro lado, se investigará mediante fuentes académicas que ayuden a dar entendimiento y a encontrar una solución a esta problemática. También se trabajará en conocer a fondo la regulación y las reglas de juego del sector bursátil en Colombia, de modo que se pueda buscar una estrategia viable que ayude a la Bolsa de Valores de Colombia a mejorar y a crecer.

Finalmente, se trabajará en lograr contacto con personas de interés que tengan poder de decisión sobre la industria, para así hacer el intento de ofrecerles dicha estrategia y buscar la posibilidad de implementarla.

Resultados Esperados: Con este trabajo se espera encontrar una alternativa para el sector bursátil que logre contribuir con la mejora de la actual Bolsa de Valores, en la cual se pueda ver la posibilidad de un aumento en la emisión de acciones por más empresas, para así aumentar la liquidez de la bolsa y lograr un cambio positivo en ella y en la economía nacional. Se espera que la alternativa sea viable y atractiva, de modo que se pueda lograr hacer el intento de aplicarla y

como mínimo hacerla llegar a las personas indicadas para aportarle así al desarrollo de la Bolsa de Valores de Colombia.

3.4.1. Disclaimers

A lo largo del presente trabajo se vio cómo este evolucionó y tendió hacia la búsqueda de una solución pragmática del sector, más allá de buscar cumplir con los objetivos específicos del trabajo. La labor realizada se fue focalizando cada vez más hacia el objetivo general y debido a esto se dieron varios cambios en la labor realizada.

La reducción de costos dejó de ser un foco del trabajo debido a que después de varias entrevistas se llegó a entender que esta variable se relaciona directamente con otros problemas, por ejemplo, con la falta de liquidez a causa de la falta de emisores. Además, se descubrió que la problemática de costos ya está en proceso de ser optimizada por medio de movidas como la fusión de la Bolsa de Valores con el Deceval y es una problemática con solución viable por parte de la regulación.

Tampoco se buscó una simplificación de la regulación, ya que, después de varias entrevistas, se llegó a entender que el problema no estaba ahí. Se entendió que la regulación puede ser cambiada con facilidad y que, en Colombia, es de las más flexibles e incluyentes. La regulación no es el problema y se puede moldear con facilidad para que se sincronice con la solución.

Finalmente, no se hizo una comparación con otras bolsas de valores en otros países, ya que desde un comienzo se dio a conocer que el problema en Colombia, por más que sea un problema visto en otros países, tiene fuentes aisladas. Por ende, debe tener una solución personalizada que no requiere de una comparación con otros competidores, sino que necesita de una profundización en los motivos del problema y las opiniones de los actores de la bolsa.

4. Análisis de entrevistas

Después de un profundo examen tomado de las entrevistas realizadas a jugadores del sector, se pueden ver los siguientes temas a analizar.

4.1. Reguladores

4.1.1. Resultados de entrevistas

En Colombia, cuando las empresas tienen una necesidad de capital, lo obtienen en su mayoría utilizando recursos de deuda o aportes por accionistas. La emisión de acciones no es una opción atractiva para las empresas por varios motivos, tales como no querer tener una contabilidad pública, perder control de la empresa y además tener que rendirles cuentas a accionistas minoritarios. El colombiano también tiene una cultura que no encaja con la emisión de acciones. A los dueños de empresa en Colombia les da pereza tener que lidiar con accionistas minoritarios y tener que asumir el riesgo patrimonial que viene con el hecho de ser una empresa pública. Asimismo, el colombiano tiene una fuerte aversión al riesgo que no le permite pensar en arriesgar su patrimonio con la emisión de acciones.

Por otro lado, la deuda es una alternativa más atractiva, ya que es un método de financiación que afecta al pasivo y no al patrimonio. Esto significa que no afecta al control de los accionistas, tiene un beneficio tributario y no pide modificaciones a los métodos de contabilidad, ya que no pide transparencia pública. Solo pide transparencia entre las partes relacionadas con la obtención de la financiación. En Colombia el peso de la carga tributaria es alto y las empresas tienen la necesidad de eludir impuestos de todas las formas posibles, lo cual afecta los métodos para hacer contabilidad de las compañías, entonces una emisión de acciones complicaría los procesos de

elusión de acciones. La emisión de acciones también involucra hacer pública la información y los empresarios del país temen a compartir el *Know-How*.

Emitir acciones es una decisión estratégica que requiere de un proceso largo, costoso y complicado. Las empresas deben determinar su necesidad de capital y conformar un equipo estructurador, deben hacer la debida diligencia e incluir el prospecto emisión y documentos requeridos. Después de esto, la emisión debe ser aprobada por la Superintendencia Financiera de Colombia y debe gestionar la inscripción al RNVE. Una vez cumplidos los pasos anteriores, la empresa debe inscribirse en la Bolsa de Valores de Colombia y desmaterializar sus valores en el Deceval. Finalmente, la empresa debe promover su emisión y publicar sus acciones a inversionistas en el mercado primario que luego entrarán a negociar las acciones en el mercado secundario. En Colombia, para poder emitir acciones se deben cumplir los siguientes requisitos:

- La emisión debe ser de mínimo 10% de la compañía emisora.
- El mínimo de accionistas a tener después de la emisión es de cien.
- La empresa debe contar con un patrimonio mínimo de COP 7.000.000.000.
- El emisor debe tener por lo menos tres años de existencia.
- Debe haber generado utilidades operacionales en mínimo uno de los tres años previos a la emisión.
- La empresa debe tener una página web con la información de la compañía disponible al público.
- Debe comprometerse a presentar un informe anual de gobierno corporativo a los entes supervisores.

Las empresas públicas deben cumplir con las obligaciones legales de ser emisores de acciones y están vigiladas por la Superintendencia de Colombia y la Bolsa de Valores de Colombia.

Además de los requisitos legales anteriores, las empresas emisoras deben también ser empresas sólidas y creíbles, con una reputación que las haga atractivas ante los inversionistas y deben tener un patrimonio mayor al mínimo legal de COP 7.000.000.000 para así tener una mayor capacidad de emisión y de recaudo que le permita a la acción, una vez emitida, ser líquida. Para que una acción sea líquida debe emitir una cantidad de acciones con un valor de emisión cerca de los COP 90.000.000, para así poder tolerar la demanda y oferta de las acciones.

Otro factor a tener en cuenta para la emisión de acciones es su costo. Una emisión necesita de un estructurador y debe pagar los cambios organizacionales necesarios para ser apta para emitir. Además, están los costos regulatorios. Primero, la empresa que tenga como intención emitir deberá incluir en su organización un gobierno corporativo formal con junta directiva y áreas dedicadas, deberá incluir en su equipo un área de inversionistas que se dedique a organizar y publicar la información y además se encargue de las relaciones con otros inversionistas. También deberá conseguir un estructurador, normalmente una banca de inversión, que le ayude con todos los procedimientos de la emisión y deberá pagar los costos de emisión impuestos por los reguladores, como el derecho de inscripción en el RNVE, derecho de inscripción de valores que se emitan en el mercado principal, derechos aplicables a la autorización de ofertas públicas y la cuota anual. Todos estos costos hacen que emitir sea más difícil para los pequeños emisores y hace que los grandes emisores piensen dos veces antes de decidir si emitir.

Hablando de costos, los inversionistas también deben pagar ciertos valores para poder invertir en acciones, lo cual dificulta la creación de pequeños inversionistas y afecta al mercado

directamente en temas relacionados con volumen y liquidez. Cada transacción tiene unos costos fijos necesarios que dificultan los pequeños movimientos. Una compra de 1.000.000 COP en acciones tiene los mismos costos transaccionales que una compra de 1.000.000.000 COP.

Actualmente el sector está trabajando en reducir estos costos. Una de sus principales jugadas fue la reciente unión entre la Bolsa de Valores y el Deceval, la cual ayudará a reducir los costos que se dan por los movimientos de información entre las entidades. Los costos transaccionales de la Bolsa de Valores son hoy en día más bajos que hace 10 años y su reducción se ha venido trabajando desde hace tiempo. Poco a poco irán bajando a medida que se optimicen las labores de negociación, de seguridad y de transabilidad. Las tecnologías de Blockchain podrán en un futuro no muy lejano reducir los costos de transacción en valores.

Otra dificultad que se ve en el mercado de valores es la baja transabilidad del mercado, lo cual se traduce en la dificultad de comprar o vender altos montos de valores. Los montos transados diarios en Colombia actualmente son bajos por la falta de liquidez en el mercado y esto se debe al bajo volumen de acciones que hay. Esta problemática causa que los precios de las acciones no se muevan con una volatilidad sana para el sistema, sino que los precios se estabilicen de forma que el atractivo de emitir es reducido ya que se afecta el beneficio de valoración para emisores. Regresando a los inversionistas, se puede ver una problemática para el mercado de acciones en la falta de apetito de riesgo de los inversionistas.

Todas estas dificultades se traducen en una bolsa de acciones pequeña, con solo 69 empresas listadas y un bajo movimiento de sus acciones. Un pequeño número de empresas son las que tienen movimiento, las acciones integrantes del COLCAP. Este bajo volumen afecta directamente al desarrollo de nuevos emisores y al interés de más inversionistas.

Es claro que actualmente la Bolsa de Valores de Colombia tiene una dificultad con la emisión de acciones, pero también tiene su lado positivo, como el crecimiento de las empresas que transan en bolsa, al poder desarrollar una mejor valoración y el renombre que reciben por ser empresas que transan en bolsa, renombre que les facilita obtener capital y cerrar negocios con mayor facilidad gracias a la credibilidad que obtienen. Además, las empresas que transan en bolsa pueden obtener deuda más barata y de manera más eficaz debido a que, con toda la información pública, los bancos pueden hacer su debida diligencia más rápido y confían más en ellas. Finalmente, otro beneficio que se puede ver es que les da liquidez a los accionistas y les facilita realizar movimientos de *Cash-Out*. Con respecto a los inversionistas, la regulación colombiana los protege por medio de la transparencia que obliga a los emisores a tener por medio de la publicación eficaz de información. Junto con lo anterior, los inversionistas están protegidos por la constante vigilancia y, en caso de ser necesario, por la intervención de la Superintendencia Financiera, cuya principal labor es la protección del ahorro público.

Cabe resaltar que las dificultades regulatorias no son el problema y que estas se pueden cambiar. La regulación no es el problema. El principal problema es cultural y de tamaño de mercado.

4.1.2. Comentarios

La situación del mercado accionario en Colombia se debe principalmente a la cultura de sus empresarios y de sus inversionistas. Por un lado, está la aversión al riesgo, pero esta también se debe a la necesidad de control. Las empresas en Colombia no tienen interés en emitir por miedo a perder control, a mostrar mucho y a perder dinero. Se enfocan tanto en el lado malo de la emisión, que no ven todos los beneficios que trae emitir acciones. Por otro lado, los inversionistas tienen miedo de arriesgar sus ahorros en acciones, en parte por el riesgo que viene con la inversión, pero

principalmente por los altos costos que deben asumir para realizar las inversiones, costos que hacen que se necesite una rentabilidad mínima muy alta para apenas cubrir la inversión y hace que el mercado accionario pierda atractivo.

Para solucionar lo anterior se debe trabajar en una estrategia que mejore la cultura de inversión y de emisión en Colombia. También se debe considerar el factor tributario en la búsqueda de la solución, ya que es de los principales que afectan la decisión de emitir acciones.

Finalmente, se debe diseñar una solución que ayude a minimizar los miedos de los emisores, tal como la transparencia de información, los costos de inscripción y administración, las obligaciones con accionistas y la pérdida de control.

4.2. Emisores y Empresarios

4.2.1. Resultados de entrevistas

Los grandes empresarios en Colombia ven la inscripción en la Bolsa de Valores de Colombia como una manera de financiación ineficiente debido a su poca profundidad, la cual afecta variables como el precio de la acción. Es una problemática grave que no solo influye en la decisión de salir a bolsa, sino que también ha causado que varias empresas que ya transan en bolsa decidan deslistarse de esta, como es el caso actual de Valorem, que está saliendo de la Bolsa de Valores de Colombia debido a que considera que el precio en bolsa no refleja correctamente el valor de la empresa y ve la emisión en bolsa como una estrategia muy costosa para captar recursos.

Junto con la situación actual de la Bolsa de Valores de Colombia están todas las cargas que vienen con ser un emisor de acciones en Colombia. Los emisores deben organizar y publicar su información trimestralmente de manera transparente, deben atender a los inversionistas en temas de preguntas, reclamos y comentarios, lo cual implica la creación de la infraestructura necesaria para

manejar las relaciones con inversionistas. Deben además reestructurar la organización, formalizar un gobierno corporativo con controles internos y cubrir los costos de estas labores por cuenta propia. Adicionalmente, están bajo la vigilancia constante de la Superintendencia Financiera de Colombia y deben incluir a externos en sus juntas directivas. Las obligaciones anteriores son necesarias y cumplen con estándares internacionales, pero afectan fuertemente el balance costo beneficio de ser una empresa listada en bolsa, principalmente por los pocos beneficios que se ven en la bolsa actualmente.

En Colombia la bolsa es ilíquida y el país se encuentra en una coyuntura en la cual no se ve un gran crecimiento económico, lo cual afecta la demanda de invertir. La falta de liquidez causada por la falta de demanda y la poca oferta que hay causan pocos movimientos de acciones en la mayoría de las empresas listadas, exceptuando las principales del COLCAP. Estos bajos movimientos afectan la valoración de las empresas y no logran los resultados de crecimiento esperados en el precio de las acciones. Otro factor es que el mercado colombiano es muy pequeño, lo cual causa que cada gran transacción tenga un fuerte efecto en el mercado. Lo anterior significa que es un mercado manipulable, donde los grandes jugadores deciden el comportamiento de él con sus transacciones. Por otro lado, las grandes transacciones se dan rara vez, lo cual significa que, aparte de estas, el mercado es estable y sus precios no se mueven con frecuencia. Otro factor que afecta a la demanda de emitir acciones en Colombia es la necesidad de las empresas, que en su mayoría son de familia, de mantener control.

Lo anterior valida el argumento según el cual las empresas en Colombia prefieren financiarse por medio de deuda o aportes de capital y las empresas en Colombia con la intención de llevar a cabo una emisión de acciones tienen pensado hacerlo en otros países, debido a que en el exterior hay mejores bolsas. Basan su decisión de emitir pensando en el momento correcto para

hacerlo, ven si el mercado está listo para la emisión, si hay la demanda necesaria para que la Oferta Pública Inicial sea exitosa y revisan que la bolsa que utilicen como mecanismo de intercambio sea líquida y profunda. Empresas como Rappi, que planean llevar a cabo una emisión de acciones en un futuro no muy lejano, consideran otras plazas para emitir como Nueva York, donde también han emitido empresas como Despegar o Mercado Libre.

Rappi no es la excepción, pues varias empresas colombianas han considerado salir a bolsa en Estados Unidos por motivos tales como que el mercado colombiano aún no se ha desarrollado en varias industrias, como es el caso de Rappi y la industria tecnológica. Un ejemplo de una empresa que decidió salir a bolsa en Estados Unidos es Tecnoglass, que en el 2013 llevó a cabo una emisión a bolsa en NASDAQ por medio de un SPAC.

Tecnoglass es un caso particular que mostró una manera creativa de listarse en bolsa. Un SPAC (*Special Purpose Aquisition Company*) es un instrumento de emisión que permite que las empresas se listen en bolsa de una manera acelerada. Tecnoglass llegó a NASDAQ por medio de un SPAC. Este instrumento funciona como un cascarón que se emite sin empresa y luego de estar listado el SPAC lleva a cabo una adquisición de una compañía. Esta última, al ser adquirida por una “empresa listada”, queda automáticamente listada en bolsa. La emisión por medio de SPAC es más rápida, tiene menos requerimientos que una Oferta Pública Inicial y es más barata. En Colombia este instrumento no existe y va en contra de los reglamentos de la bolsa. Cuando Tecnoglass llevó a cabo la emisión, lo hizo con el propósito de reforzar su reputación y credibilidad en Estados Unidos. Los fondos recibidos de la emisión fueron destinados al crecimiento de la empresa y se invirtieron más de 200 millones de dólares en planta, equipos y capacidad.

En el 2015 Tecnoglass llevó a cabo un *Dual-Listing* en la Bolsa de Valores de Colombia. Fue una emisión espejo que permitió usar las dos plataformas (NASDAQ y BVC) para transar la

acción. El motivo detrás de la emisión en Estados Unidos fue aumentar la solidez de la credibilidad de la empresa, el cual es uno de los principales beneficios de salir a bolsa.

Cuando una empresa emite acciones en una bolsa de valores bien establecida se beneficia recibiendo el capital de la emisión y en otros factores no monetarios, por ejemplo en un aumento en la credibilidad de la empresa que le facilitaría cerrar negocios y mejorar relaciones con clientes, proveedores y demás involucrados. Otros beneficios de salir a bolsa que las empresas perciben son el aumento en agilidad y facilidad de conseguir deuda, asegurar sus proyectos y generar garantías, lo anterior debido a la transparencia exigida en las empresas que transan en bolsa y la liquidez del capital emitido. También en los casos exitosos de emisión, las empresas aumentan su valor dado que la emisión de acciones crea un valor de mercado de la empresa, el cual tiende a ser mayor que su valor en libros y este aumento de valor es un beneficio líquido para los socios. Los factores anteriores junto con el capital recibido de la emisión hacen que las empresas que están en la bolsa tengan una ventaja frente a las empresas que no están en la bolsa en temas de consecución de capital y de credibilidad, lo cual les permite crecer más rápido de forma eficiente. Les permite a las empresas que transan abrir más mercados, crecer de forma inorgánica, conseguir deuda barata y cerrar negocios con mayor velocidad.

Otros beneficios o motivos de emitir son la diversificación de fuentes de capital para así depender menos de los bancos y la posibilidad de hacer traspasos con facilidad de las participaciones de los accionistas. Este último fue el motivo de la emisión de Valorem que emitió con el propósito de que los accionistas pudieran recibir de manera transable sus acciones de Bavaria. Así como Valorem, varias empresas en Colombia ven la emisión como una buena alternativa para el traspaso de participaciones accionarias, debido a que las empresas crecen y con ellas sus fundadores, lo cual significa que vienen nuevos socios, herederos con distintos intereses

que al tener una participación líquida se les facilitaría buscar sus intereses. Lo anterior hace resaltar otro beneficio de estar en bolsa: la posibilidad de hacer *Cash-Outs* con facilidad por medio de la venta de acciones.

En Colombia todos los beneficios anteriores son posibles, pero para que emitir se vuelva más atractivo, el mercado tiene un camino por recorrer. Se necesitan más inversionistas institucionales y se necesita un beneficio tributario para las empresas emisoras, de tal modo que se haga llamativa la emisión en renta variable en Colombia.

4.2.2. Comentarios

Las empresas colombianas que han salido a bolsa o que tienen en mente salir a esta ven a Colombia como un mercado pequeño, sin la capacidad de ofrecer los mismos beneficios que podría dar estar listado en una bolsa como la de Nueva York. Con esto en mente, las empresas en Colombia ven la salida a bolsa como una buena estrategia cuando se lleva a cabo en el exterior.

Para que las empresas colombianas se sientan atraídas a salir a bolsa y más aún a salir a bolsa en Colombia, el mercado debe evolucionar. Debe volverse más líquido, con un mayor número de transacciones que permita el desarrollo saludable de las acciones. Se deben crear más inversionistas institucionales que aumenten el valor de las transacciones diarias que se llevan a cabo en el país, debe haber un incentivo tributario que fomente la idea de emitir acciones en Colombia y se deben desarrollar los mercados en el país para que más industrias florezcan a nivel nacional. Regresando al factor tributario, las empresas en Colombia tienen un conflicto con la transparencia en bolsa debido a que la carga tributaria hace que sea necesario que las empresas lleven a cabo una contabilidad contable diferente a la contabilidad fiscal para así reducir su carga

tributaria. Una empresa en bolsa no puede hacer esto por los reglamentos de transparencia que debe cumplir con respecto a su información.

Otro factor a tener en cuenta es la necesidad de las empresas de mantener el control a la hora de emitir, lo cual significa que no están dispuestas a emitir más del 49% de su patrimonio ni a diluir su participación, hecho que se podría traducir en que las empresas que emitan lo harán en un número limitado de ocasiones.

Junto con lo anterior, se puede ver que los emisores y las empresas ven a la bolsa de valores como una institución con muchos problemas y en situación de declive. Pero lo interesante está en que los problemas que ven de la bolsa de valores son más bien problemas de mercado que de cierta forma se le sale de las manos a esta y además son problemas con posibles soluciones y con una intervención mínima por parte de la Bolsa de Valores de Colombia.

Para concluir, se puede decir que las empresas en Colombia con capacidad de emitir y las empresas que han emitido sí ven los beneficios de emitir acciones en la bolsa, lo que pasa es que si llegasen a hacerlo preferirían hacerlo en otra plaza debido a la situación actual de la Bolsa de Valores de Colombia. Esta situación podría ser corregida por medio de nuevas ideas y proyectos que potencialicen el mercado accionario de Colombia.

4.3. Comisionistas

4.3.1. Resultados de entrevistas

En la Bolsa de Valores de Colombia las acciones con más movimiento son las que hacen parte del COLCAP. En el 2017 estas acciones transaron en promedio 53 millones de dólares diarios. A pesar de que es un número limitado de 20 emisores, sus acciones tienen liquidez suficiente para que exista un grado de volatilidad que les permita desarrollarse. La industria de renta variable en

Colombia es un mercado que ofrece dividendos y valorización de las acciones, lo cual la hace rentable. El problema es de variedad, pues son pocas las acciones que se trabajan en el día a día. Un *trader* de acciones en Colombia trabaja normalmente en su día laboral con pocas acciones o incluso una, dependiendo del movimiento del activo o activos que se está dando en ese día. Sigue las acciones o acción para ver el apetito de compra o venta y pasa todo el día analizándola(s) y transándola(s). Las acciones que más se mueven tienden a ser las del COLCAP, que además transan en otras bolsas como es el caso de Ecopetrol y Bancolombia, que están listadas en Bogotá y en Nueva York.

Actualmente el mercado de renta variable en Colombia se está desarrollando y creciendo, pero le faltan profundización, liquidez y emisores. Las acciones del COLCAP son las únicas que se mueven y que están creciendo, pues son las pocas que atraen inversionistas extranjeros y que dan liquidez al mercado. Ahora bien, durante los últimos 10 años el mercado de renta variable ha venido desarrollándose de manera estable y ha generado rentabilidad, pero ahora con la Alianza del Pacífico (Alianza del Pacífico, 2018) se viene un fortalecimiento de la bolsa ya que se aumentará la liquidez del mercado al crearse una mayor demanda gracias a los inversionistas extranjeros que podrán participar con mayor facilidad en la Bolsa de Valores de Colombia.

Aun así, existe la labor de promoción que debe ser trabajada en Colombia. Para asegurar el éxito de una emisión, se debe hacer la publicidad adecuada para lograr la demanda de la acción, labor del emisor junto con la bolsa. Esta labor debe ser mejorada en Colombia para poder hacerla llegar a más pequeños inversionistas.

Finalmente, se debe hablar de la cultura del colombiano que suele ser desconfiado y adverso al riesgo. Se necesita ofrecer educación financiera para dar confianza a la gente a invertir y así crear más pequeños inversionistas con una menor aversión al riesgo, un mayor apetito de

inversión y confianza en el sector. Esta labor se ha venido trabajando para que haya más confianza en las asesorías financieras y el público conozca más del sector. Esto va de la mano con las reglas y protecciones al inversionista relacionadas con la transparencia.

4.3.2. Comentarios

El comisionista tiene una imagen positiva de la Bolsa de Valores de Colombia y ve un desarrollo sostenible en ella, cree que el COLCAP hace una buena labor y las acciones que lo integran son suficientes para que el mercado de renta variable sea rentable. Por otro lado, ve la idea de más emisores y un mercado más líquido como el siguiente paso a tomar y está esperando que se dé, pero no tiene ningún apuro.

Según este, la principal problemática es la cultura de los inversionistas en Colombia. Considera que hay una fuerte aversión al riesgo que no permite a las personas adentrarse en el mundo de las acciones y por ende afecta la liquidez del mercado. Tiene fe en la Alianza del Pacífico y ve la necesidad de más publicidad por parte de la bolsa y de los emisores para promocionar el mercado de renta variable y las acciones.

4.4. Banqueros

4.4.1. Resultados de entrevistas

Llevar a cabo una emisión de acciones en Colombia es un proceso técnico que dura alrededor de 6 meses. La dificultad está en lograr la emisión en el momento correcto. Cuando se hace una emisión hay que ejecutarla cuando está la ventana de oportunidad y la coyuntura económica permite que se dé la demanda de las acciones y la emisión sea un éxito. Es un tema de hacer la operación en el momento correcto para que el mercado quiera comprar las acciones.

En Colombia las empresas pueden llevar a cabo, antes de ofrecer acciones, una emisión sin oferta pública para así, cuando llegue el momento indicado, llevar a cabo la oferta. También pueden hacer ofertas privadas utilizando la plataforma de la bolsa de hasta el 25% sin tener que hacerlas públicas. Un ejemplo de esto es la inscripción en bolsa de la EEB, que en el 2007 se inscribió para que sus accionistas pudieran vender parte de sus acciones, pero la oferta pública se llevó a cabo en el 2011, cuando la coyuntura económica hacia atractiva la emisión. También puede hacerse una oferta de acciones desde el momento en que se inscribe en bolsa, lo cual se conoce como una Oferta Pública Inicial (OPI). Cuando una empresa decide llevar a cabo una OPI, lo debe hacer con un descuento para así atraer demanda. El precio de la acción en oferta debe ser menor al precio de demanda para que la OPI sea exitosa, lo que significa en otras palabras que dependiendo de la situación del mercado depende el tamaño del descuento de las acciones ofertadas: entre mejor esté la economía mayor es la demanda por acciones y menor debe ser el descuento.

Un factor importante a tener en cuenta es que, cuando se lleva a cabo una emisión y se hace una OPI para que entren a participar minoritarios como accionistas de una empresa, es importante que también haya un socio mayoritario que se encargue de que la empresa funcione de acuerdo con los mejores intereses de los accionistas, que se encargue de que la administración trabaje con ese objetivo en mente. Cuando se hace una oferta pública, la empresa debe hacer todas las labores de mercadeo de la acción para así atraer a los posibles inversionistas a comprar dicha acción.

Actualmente la economía de Colombia se encuentra en una situación difícil y sin crecimiento por factores como la reforma tributaria, el precio del petróleo, la TRM, el déficit fiscal, la balanza de pagos, etc. Estos han causado que en Colombia las empresas no estén creciendo, lo cual significa que no tienen la necesidad de emitir acciones y el mercado no tiene demanda de

estas y, por ende, no se han dado ventanas de oportunidad para llevar a cabo una OPI. Para que esto cambie, Colombia debe entrar en ciclo expansivo, donde las empresas empiecen a crecer. Las compañías deben tener proyectos en los cuales invertir.

Para que las empresas quieran emitir, debe estar la necesidad de capital, la necesidad de crecer. La última vez que se vio esto en Colombia fue entre 2010 y 2012, cuando el país estaba en ciclo expansivo y las empresas estaban creciendo por medio de adquisiciones y expansiones. Durante este lapso, empresas como Davivienda, Avianca, Grupo Aval, Éxito, EEB, Nutresa, Suramericana, Carvajal, etc., emitirían ofertas públicas para financiar sus proyectos de crecimiento. Cuando una empresa decide listar en bolsa, debería hacerlo para emitir varias veces y para quedar listada en bolsa de forma permanente. En otras palabras, las empresas ya listadas en bolsa deben esperar a la siguiente oportunidad y no deben salirse de la bolsa. Para evitar que estas empresas caigan en esto, se necesita que tengan un motivo para quedarse y, por tanto, hay que lograr que la Bolsa de Valores de Colombia y el mercado nacional puedan ofrecer crecimiento y fondos para dicho crecimiento.

Las empresas que saldrían a bolsa en Colombia son aquellas que son tan grandes que necesitan del mercado de bolsa, porque con el sistema financiero tradicional no les alcanza para captar los montos necesarios para su crecimiento y porque tienen el tamaño adecuado para que su emisión sea un valor lo suficientemente alto para recaudar el capital necesario para crecer sin diluir el control de sus accionistas mayoritarios.

Además de recibir los fondos necesarios para crecer, cuando una empresa sale a bolsa y sus acciones empiezan a transar, se saca a la luz su valor de mercado, el cual, si la emisión fue exitosa, tiende a ser mayor al valor en libros de la empresa, aumentando el valor de la misma al visualizar su valor real de mercado. Cuando Davivienda salió a bolsa, su valor se triplicó debido a

que su valor de mercado sacó a la luz el valor real de la empresa. Entre los beneficios de una OPI para las empresas está la posibilidad de levantar infinito capital, ya que el mercado no se llena, a diferencia de los bancos, que deben respetar sus reglas de patrimonio técnico. Los toques de financiación en el mercado de valores son impuestos por las compañías mediante el valor máximo que puedan emitir, por tanto mediante su valor patrimonial.

La Bolsa de Valores hoy en día ofrece estos servicios y beneficios, pero le falta aún solucionar problemas que tienen a la institución en desventaja frente a otras bolsas de valores. No hay liquidez en el mercado y esto dificulta la ejecución de transacciones, ya que las hace demoradas y complicadas. La ejecución de los proyectos de la Bolsa de Valores de Colombia no es óptima, puesto que no está bien organizada o se limita frente a su rol en el mercado. Hay una falta de visión por parte de la Bolsa de Valores de Colombia que no permite que se desarrolle. No hay innovaciones en productos ni en proyectos que atraigan nuevos emisores, no se ven estrategias de creación de mercado y es necesario transformar la Bolsa de Valores de Colombia en una entidad competitiva de nivel mundial. Los proyectos actuales son ambiciosos, pero aún no se sabe si lograrán atacar estas problemáticas. El plan de emitir fondos del sector inmobiliario es un ejemplo de esto. Se necesita una diversificación de industrias y una creación de nuevos mercados.

En la bolsa hace falta ver empresas y proyectos con el objetivo de atraer nuevos sectores que se están desarrollando en el país, como la tecnología, la farmacéutica y la manufactura, entre otros. Lo anterior ha causado que se vea una deficiencia de productos en la Bolsa que podrían ayudar a posicionarla a nivel mundial. Por motivos como estos, en Colombia se ve el *Dual-Listing*, estrategia utilizada por las empresas mediante la cual emiten en otra bolsa de valores afuera de Colombia. Luego, cuando ya son una empresa listada afuera, lo hacen en Colombia. Esto se ha visto en casos como Tecnoglass y Canacol.

Pero esto no significa que la Bolsa de Valores de Colombia no esté haciendo nada al respecto. Actualmente está trabajando en la Alianza del Pacífico, que logrará crear una integración entre las bolsas de valores de Colombia, México, Perú y Chile. También está trabajando en ofrecer servicios más tecnológicos y económicos para emisores e inversionistas. Un ejemplo de esto es la unión de la Bolsa de Valores de Colombia con el Deceval, unión que logrará reducir los costos transaccionales del mercado. Se espera que con la fusión de la Bolsa de Valores de Colombia con el Deceval se empiecen a ver nuevos emisores y que sea el primer paso para optimizar la competitividad de la Bolsa de Valores de Colombia frente a sus competidores (otras bolsas de valores).

Entre las problemáticas que la bolsa debe afrontar para volverse más atractiva está la necesidad de reducir tarifas para que más emisores se sientan atraídos a ella, labor que ya se está llevando a cabo. Además, se deben aumentar las protecciones a los inversionistas y mejorar los programas de promoción de emisión de acciones. Se necesita una labor de mercadeo que dé a conocer productos y servicios de la bolsa al público. Finalmente, la Bolsa de Valores de Colombia debe buscar e implantar políticas que traigan inversionistas extranjeros para así aumentar el volumen de transacciones y la capacidad de la bolsa.

Otras problemáticas que deben atacarse por fuera de la Bolsa de Valores de Colombia para mejorar el mercado de valores y fomentar la emisión de acciones en el país son el tema tributario y los inversionistas institucionales. En Colombia las ventajas tributarias para empresas listadas son nulas e incluso hay tributos extra para ellas, como el impuesto de renta sobre valorización de la acción y la doble tributación que se da cuando se cobra impuestos a los dividendos. Por otro lado, está el factor de que en Colombia hay pocos inversionistas institucionales, lo cual causa que sus transacciones decidan el comportamiento de la bolsa. Se espera que con la Alianza del Pacífico

entren a participar en el mercado colombiano más fondos de pensiones del exterior, lo cual ayudaría a solventar la situación actual, pero también es necesaria la creación de inversionistas profesionales colombianos, como más fondos mutuos. Es importante la creación de inversionistas profesionales porque de esta manera se aumentará la liquidez del mercado y se disminuirá la fuerza que actualmente tienen las grandes transacciones del país, las cuales hoy por hoy definen al mercado accionario.

Entre las posibles innovaciones que se pueden dar en el mercado accionario de Colombia está la inclusión del sector Pymes por medio de pequeñas colocaciones privadas que podrían agruparse para crear FICs que transarían en bolsa. Esto sería posible debido a que la estructura bancaria para Pymes es costosa y no es flexible para las Pymes del país. Serían colocaciones privadas (un proceso más simple y más rápido que una oferta pública inicial) de las empresas Pymes más grandes con *tickets* de entre 30 y 50 mil millones, cuyas participaciones serían adquiridas por inversionistas profesionales para así crear un Fondo de Inversión Colectiva y poder ofrecer el FIC al público. Esta estrategia además serviría como salida para los fondos de capital privado.

Finalmente cabe resaltar que el regulador en Colombia está dispuesto a escuchar sugerencias y a hacer cambios que permitan mejorar la situación actual del mercado de renta variable en Colombia.

4.4.2. Comentarios

Los banqueros de inversión en Colombia ven a la Bolsa de Valores de Colombia como una institución que tiene todas las intenciones correctas, pero a la que le falta llevar a cabo proyectos

que les abran las puertas a más emisores. Ven que hay deficiencia en las maneras en que hacen publicidad de sus productos o servicios y que hace falta la diversificación de productos.

La Alianza del Pacífico es bien vista por ellos, pero consideran que no va a generar mucho cambio, puesto que los inversionistas que traería ya están llevando a cabo inversiones en el país. Sin embargo, se les olvida ver el panorama que traería la Alianza al lograr la integración de estas bolsas: traería no solo a los inversionistas que ya están acá, sino que también traería nuevos minoritarios y aumentaría la liquidez del mercado al agrandar el tamaño del portafolio transable. Por otro lado, la estrategia de sacar fondos inmobiliarios a transar en bolsa como una buena idea por sus beneficios (Revista Dinero, 2017) es precisamente lo que ven los banqueros como más de lo mismo. Se necesita incluir a más sectores en el mercado accionario y para eso se necesita otro tipo de proyectos.

Otro factor que ven en la situación del mercado accionario de Colombia es que el panorama no está para la emisión de acciones, ya que las empresas no están creciendo lo suficiente para que emitir acciones sea una necesidad. También ven, junto con esto, que en Colombia no hay muchas empresas con la capacidad de llevar a cabo OPIs.

Pero ven una ventana de oportunidad interesante. Para empezar, están las posibilidades de llevar a cabo colocaciones privadas para fomentar el desarrollo de pequeñas emisiones de empresas Pymes y así crear un nuevo tipo de FIC que sería administrada por nuevos inversionistas profesionales, los cuales ofrecerían estas FICs al público ahorrador. También ven que el ente regulador está abierto a sugerencias y estaría dispuesto a hacer los cambios necesarios para llevar a cabo las innovaciones requeridas para que el mercado accionario en Colombia crezca.

Entre los posibles cambios que se podrían llevar a cabo en la regulación, está su edición con miras a permitir la creación de SPACs en Colombia, lo cual permitiría llevar a cabo más emisiones más rápidamente. Además, sería un valor agregado que atraería a emisores extranjeros a invertir y emitir en Colombia.

Finalmente, se puede ver que los banqueros de inversión del país tienen los pies en la tierra y ven la situación actual como es, pero también tienen la esperanza de que se produzca un cambio en el cual el mercado accionario de Colombia evolucione y se posicione a nivel mundial.

4.5. Fondos de Capital Privado

4.5.1. Resultados de entrevistas

En Colombia la industria de fondos de capital privado no ha tenido un historial largo de salidas suficiente como para generar un estándar de salidas en temas de tiempos y métodos. Pero sí se puede afirmar que a la fecha no se ha dado ninguna emisión de acciones como estrategia de salida, ya que lo común es que las inversiones se vendan a otro fondo o a un estratégico que esté interesado.

Las salidas por emisión de acciones en Colombia no se han considerado debido a temas regulatorios y de mercado. Primero que todo, los inversionistas esperan que cuando se lleva a cabo una oferta pública, los recursos de esta se utilicen para que la empresa crezca, no para un *Cash-Out*. De igual forma, están los costos que se tienen que cubrir para cumplir con todos los requerimientos de ser una empresa que transa en bolsa, tales como la reestructuración de la organización de la empresa y todos los requerimientos de publicación de información, costos que un fondo no estaría dispuesto a cubrir. Respecto a la bolsa de valores también está el miedo por parte de los fondos a que, si hacen una salida por medio de una OPI y deben hacer venta del activo

por medio de una Oferta Pública de Adquisición, algo salga mal y un tercero interfiera con la transacción durante los remates diarios.

Respecto a la Bolsa de Valores de Colombia, hay una falta de liquidez y de tamaño que no ayuda a la idea de llevar a cabo una salida por OPI, ya que no se ve atractiva a inversionistas internacionales. Así, se ven pocos beneficios para las empresas listadas y muchos costos para listarse. De acuerdo con lo anterior, para que un fondo de capital privado considere salir de una inversión por medio de la Bolsa de Valores en Colombia, debe haber un cambio en la regulación que aumente los incentivos tributarios de estar en bolsa y debe haber un mayor desarrollo de la liquidez de la Bolsa de Valores de Colombia.

4.5.2. Comentarios

El fondo de capital privado no ve como alternativa viable la emisión de acciones para una salida. Esto, debido a las dificultades que lleva hacer una OPI en Colombia y a que los intereses de los inversionistas no estarían alineados con los de los fondos a la hora de vender las acciones. Asimismo, mientras los inversionistas esperarían que los fondos recaudados se usen para el crecimiento de la empresa, el fondo estaría llevando a cabo un *Cash-Out*.

Por otro lado, ven que la regulación no les favorece, lo cual es algo bueno ya que, como se comentó anteriormente, los reguladores están dispuestos a escuchar y a hacer los cambios necesarios para mejorar el mercado de rema variable de Colombia.

5. Conclusiones

Después de analizar las percepciones de los actores entrevistados y de analizar la información académica revisada, se logró la conclusión de que Colombia es un país con una situación especial respecto a su mercado de capitales. Se pudo entender que la situación en la que se encuentra la Bolsa de Valores de Colombia es un *Snow Ball Effect*, puesto que todos los actores dicen que no hay emisiones debido a la falta de liquidez, pero no hay liquidez debido a la falta de acciones en el mercado. Entonces, es un círculo vicioso cuya manera de acabar no es tan simple, pues requiere de innovaciones e incentivos que ayuden a fomentar la emisión de acciones disminuyendo los miedos y riesgos que corren aquellos emisores que se animen a llevar a cabo la emisión de acciones de sus empresas. Para lograr esto se necesitan propuestas que no se enfoquen directamente en aumentar la liquidez del mercado, ya que esta se mejora con el aumento de la emisión. En este orden de ideas, las propuestas deben atacar problemáticas distintas que causan miedos e incertidumbre en las empresas y cuya solución aumentaría el número de emisiones y aumentaría la liquidez en la bolsa de valores.

Al observar las otras problemáticas que ven los actores entrevistados (resumidas en la sección de cuadros), se puede concluir que las dificultades a mejorar para generar un desarrollo evolutivo de la Bolsa de Valores de Colombia son los factores relacionados con lo tributario, los métodos de emisión y la imagen del mercado de acciones frente a pequeños inversionistas. También se podría mencionar los costos transaccionales, pero esta variable se está mejorando con la unión de la Bolsa de Valores de Colombia y el Deceval que reducirá los costos de transacción y, a medida que pase el tiempo, las tecnologías de protección y seguridad serán más económicas, lo cual logrará reducir estos costos aún más.

Tomando lo anterior en cuenta junto con las propuestas de soluciones dadas por las personas entrevistadas (resumidas en la sección de cuadros), se plantean las siguientes propuestas que funcionan como herramientas para optimizar el desarrollo de la actual Bolsa de Valores de Colombia.

5.1. Propuestas

5.1.1. Propuesta Tributaria

Entre los principales motivos por los cuales los empresarios en Colombia no sienten un interés por emitir acciones de sus empresas está el factor tributario. Para empezar, los empresarios ven beneficios tributarios en la financiación por medio de deuda y no en la emisión de acciones, también ven que al emitir acciones de sus empresas tienen que seguir ciertas reglas de transparencia que afectarían fuertemente su carga tributaria ya que tienen que hacer pública su información contable.

Teniendo lo anterior en mente, la primera propuesta es ofrecer beneficios tributarios especiales a empresas que transen en bolsa, que se enfoquen en competir con los beneficios tributarios de la financiación por medio de deuda y en disminuir los miedos de una contabilidad transparente.

Por ende, la propuesta tributaria consiste en que los costos de estructuración de emisión de acciones de las emisiones exitosas sean deducibles del impuesto de renta para así ayudar a que las empresas no se vean amenazadas por dichos costos que tienden a ser altos. Por otra parte, para las empresas de menor tamaño que deciden emitir, también se propone que se les permita llevar a cabo una contabilidad para accionistas y una contabilidad tributaria la cual también sería información pública y le permitiría a las empresas seguir llevando a cabo su optimización tributaria.

Profundizando lo anterior, se puede ver cómo una deducción a los costos de estructuración es una estrategia que se enfoca directamente en competir con los beneficios tributarios de la deducción de intereses cuando las empresas se financian por deuda. Esta propuesta tiene su enfoque en exactamente eso, en ser una manera de eliminar la carga que es llevar a cabo una emisión a las empresas y en ofrecerles un beneficio tributario inmediato frente su decisión de financiación. La otra parte de la propuesta se dedica a atacar el miedo que tienen los empresarios de no poder seguir llevando prácticas de optimización tributaria debido a las condiciones de transparencia de información, dándoles la alternativa de llevar una contabilidad que muestre la situación de la empresa y una contabilidad dedicada a la tributación de esta.

5.1.2. Propuesta Publicitaria

Otro motivo para tener en cuenta es que el mercado de acciones no se ha dado a conocer lo suficiente a la sociedad y que se necesita atraer pequeños inversionistas que aumenten la masa de personas involucradas en pequeñas transacciones e inversiones de acciones. Por eso, la propuesta publicitaria se enfoca en crear un proyecto dedicado a mostrar la industria de renta variable de capitales en Colombia.

El proyecto tendría dos focos: primero, se enfocaría en dar educación financiera a la población colombiana por medio de cursos gratis en la Bolsa de Valores de Colombia y campañas publicitarias que expliquen los beneficios y las cualidades de invertir, mostrando las opciones para hacerlo y cómo hacerlo. En segundo lugar, se llevaría a cabo una campaña de relaciones públicas para aumentar la imagen de la Bolsa y del mercado de acciones a las personas en Colombia, así, se llevarían a cabo entrevistas a personalidades del sector, se harían eventos de introducción a la bolsa en lugares públicos y se llevarían a cabo campañas publicitarias en los principales medios del país. Un ejemplo de esto sería que se le diera un músculo publicitario al concurso de la bolsa

millonaria de la Bolsa de Valores de Colombia para aumentar el interés de las personas por conocer más el sector accionario.

Al llevar a cabo lo anterior, la sociedad colombiana sabría de la bolsa y de los productos que ofrece y sentiría una curiosidad que generaría nuevos pequeños inversionistas con interés de llevar a cabo transacciones en el mercado accionario de Colombia.

5.1.3. Propuesta Metodológica

Finalmente, se puede ver que las personas entrevistadas comparten la idea de que en Colombia no se ven más emisiones de acciones debido a que la situación económica no da para que las empresas quieran llevar a cabo el proceso de emisión, puesto que no ven oportunidades de crecimiento y, por ende, no tienen la necesidad de financiarse. Sin embargo, lo anterior solo aplica para empresas grandes cuyo crecimiento y expansión es cada vez más costoso y complicado. Pero las Pymes sí tienen la necesidad constante de crecer y de desarrollarse para así eventualmente volverse grandes empresas. De lo anterior surge la tercera propuesta que busca una manera de darle inclusión al mercado de acciones a empresas con patrimonios pequeños y con apetito de crecer.

Para estas empresas llevar a cabo una emisión de acciones por medio de una OPI es muy complicado ya que significa hacer cambios estructurales de gobierno corporativo de manera inorgánica, asumir costos de estructuración relativamente caros para ellas, ofrecer un monto de emisión pequeño debido al tamaño de su masa patrimonial y estar obligadas a hacer pública su información privada.

Teniendo en cuenta lo anterior, se propone la habilitación regulatoria del instrumento SPAC y del desarrollo de los enlistamientos privados en Colombia. Con esto se le podrá ofrecer a las empresas una manera de emitir más económica y menos invasiva. La propuesta consiste en

permitir llevar a cabo emisiones a través de SPACs de manera más rápida y más económica para hacer más eficaz la emisión de acciones, o del uso de enlistamientos privados para crear un mercado accionario de empresas PYMES. La propuesta anterior significa que a las empresas grandes que tienen dudas sobre emitir acciones se les podría ofrecer una manera rápida de hacerlo y a las empresas que no pueden emitir acciones, debido a las limitaciones que presentan por su tamaño y su estructura organizacional, se les ofrecería una alternativa que permitirá que sus acciones transen en un mercado donde solo puedan llevar a cabo transacciones los inversionistas profesionales, y que les permita acceder a un método de financiación diferente que sea comprensivo con su estructura organizacional y su tamaño.

Los métodos anteriores crearían un crecimiento en la emisión de acciones tanto en el mercado accionario como en el mercado de enlistamientos privados, lo cual causaría un aumento en la liquidez y ayudaría al desarrollo de la economía nacional que generaría la creación de más empresas las cuales buscarían métodos alternativos de financiación. Lo anterior generaría un *Snow Ball Effect* positivo en el mercado accionario y en el desarrollo económico nacional.

Para terminar, cabe resaltar la importancia de esta última propuesta, ya que esta hará a la Bolsa de Valores de Colombia más competitiva y le permitirá aprovechar al máximo la Alianza de Pacífico atrayendo inversión de los países involucrados y compitiendo en un mismo plano con las bolsas de valores de estos países. Así, tal como lo hizo México, que llevó a cabo su primera emisión por medio de SPAC el 11 de agosto de 2017 (BMV Group, 2017), la Bolsa de Valores de Colombia podría competir y posicionarse como una bolsa de talla mundial.

6. Bibliografía

- Agudelo, D. (2011). Costos de transacción asociados a la liquidez en la Bolsa de Valores de Colombia. *Cuadernos de Administración*, 24(42), 13-37.
- Agudelo, D. (2014). Liquidez en los mercados accionarios colombianos: ¿cuánto hemos avanzado en los últimos 10 años? *Center for Research in Economics and Finance (CIEF), Working Papers*, 10(08), 240-283.
- Alianza del Pacífico. (03 de 05 de 2018). *Qué es la alianza: Conocenos: Alianza del Pacífico*. Obtenido de Alianzapacifico: <https://alianzapacifico.net/que-es-la-alianza/>
- Ayyagari, M., Demirguc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2013). Financing in Developing Countries. En M. Ayyagari, A. Demirguc-Kunt, & V. Maksimovic, *Handbook of the Economics of Finance* (págs. 683-743). Washington D.C.: Elsevier B.V.
- Bloomberg. (26 de agosto de 2017). COLCAP. Bogotá, Colombia.
- BMV Group. (11 de agosto de 2017). *The first Special Purpose Acquisition Company (SPAC) was successfully listed at the Mexican Stock Exchange*. Obtenido de [//www.bmv.com.mx/docs-pub/SALA_PRENSA/CTEN_BOLE/Vista%20Oil_Primer%20SPAC%20en%20BMV.%2011.08.17%20\(ing\).pdf](http://www.bmv.com.mx/docs-pub/SALA_PRENSA/CTEN_BOLE/Vista%20Oil_Primer%20SPAC%20en%20BMV.%2011.08.17%20(ing).pdf)
- Boers, B., Ljungkvist, T., Brunninge, O., & Nordqvist, M. (2017). Going private: A socioemotional wealth perspective on why family controlled companies decide to leave the stock-exchange. *Journal of Family Business Strategy*, 74-86.

Bolsa de Valores de Colombia. (1 de enero de 2008). *80 años del mercado de Valores en*

Colombia. Obtenido de bvc.com.co:

https://www.bvc.com.co/recursos/Files/Acerca_de_la_BVC/Ochenta_Anos_Mercado_de_Valores.pdf

Bolsa de Valores de Colombia. (23 de agosto de 2017a). *Acerca de la BVC: BVC*. Obtenido de

bvc.com.co:

<https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/AcercaBVC/Perfil?action=dummy>

Bolsa de Valores de Colombia. (26 de agosto de 2017b). *Listado de Emisores: Empresas*.

Obtenido de bvc.com.co:

<http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Listado+de+Emisores>

Bolsa de Valores de Colombia. (26 de agosto de 2017c). *Carta Única de la BVC*. Obtenido de

bvc.com.co:

https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Regulacion/Sistemas_Administrados/Renta_Variable?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=5d9e2b27_11de9ed172b_-

[2c0b7f000001&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment](https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Regulacion/Sistemas_Administrados/Renta_Variable?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=5d9e2b27_11de9ed172b_-2c0b7f000001&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment)

Bolsa de Valores de Colombia. (26 de agosto de 2017d). *Resultados Emisiones*. Obtenido de

bvc.com.co:

http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Resultados_Emisiones?action=dummy

Bolsa de Valores de Lima. (26 de agosto de 2017). *Empresas en la BVL*. Obtenido de bvl.com.pe:

<http://www.bvl.com.pe/mercempresas.html#>

Cigüenza, N. (18 de marzo de 2017). *Siete consejos para invertir en la bolsa por primera vez.*

Obtenido de larepublica.co: <https://www.larepublica.co/finanzas/siete-consejos-para-invertir-en-la-bolsa-por-primera-vez-2485971>

Fradique-Mendez, C. (2014). *Guia del Mercado de Valores*. Bogotá: Bolsa de Valores de Colombia.

Kashefi Pour, E., & Lasfer, M. (2013). Why do companies delist voluntarily from the stock market? *Journal of Banking & Finance*, 4850-4860.

Kuo, S.-W., Huang, C.-S., & Jhang, G.-C. (2013). Liquidity, delistings, and credit risk premium. *International Review of Economics and Finance*, 78-89.

Lacouture, R. D. (2005). *Sociedades de Familia en Colombia*. Bogotá: Superintendencia de Sociedades.

Martínez, I., & Serve, S. (2010). The delisting decision: The case of buyout offer with squeeze-out (BOSO). *International Review of Law and Economics*, 228-239.

Nasdaq. (16 de septiembre de 2017). *Company List*. Obtenido de nasdaq.com: <http://www.nasdaq.com/screening/company-list.aspx>

Nicola, C., & Peristiani, S. (2012). Prestigious stock exchanges: A network analysis of international financial centers. *Journal of Banking & Finance*, 1543-1551.

NYSE. (16 de septiembre de 2017). *Facts and Figures, Market Activity, NYSE*. Obtenido de nyxdata.com: http://www.nyxdata.com/nysedata/asp/factbook/viewer_edition.asp?mode=table&key=3141&category=3

Revista Dinero. (14 de diciembre de 2017). *Fondos de inversión colectiva inmobiliaria entran a la BVC*. Obtenido de dinero.com: <https://www.dinero.com/inversionistas/articulo/fondos-de-inversion-colectiva-inmobiliaria-entran-a-la-bvc/253470>

Uribe, J. D. (2013). El sistema financiero Colombiano: estructura y evolución reciente. *Revista del Banco de la República*, 5-17.

7. Anexos:

7.1. Entrevistas:

7.1.1. Reguladores:

7.1.1.1. *Rodolfo Danies Lacouture – Ex Superintendente de Sociedades y abogado de derecho corporativo*

Foco de la entrevista: Entendimiento de las sociedades en Colombia.

1. ¿Cómo se comportan las grandes sociedades en Colombia en torno a la búsqueda de capital?
 - En Colombia las empresas tienen una preferencia por financiarse por medio de deudas o aportes de los socios y se ha venido desarrollando a un menor ritmo el mercado de bonos como alternativa para las empresas. Además, las compañías con flujos de caja positivo se apalancan sobre sus propios flujos de caja.
2. ¿En Colombia las empresas buscan más que todo deuda, y no tienen un interés de emitir acciones, porque se da esto?
 - Las empresas en Colombia aun no tienen la confianza para abrir sus sociedades y prefieren conseguir su financiamiento por deuda para así evitar diluciones y pérdidas de control. No quieren accionistas nuevos.
 - Cuando las grandes empresas salen a bolsa, la mayoría de las veces lo que sucede es que los principales inversionistas de estas emisiones son empresas del mismo grupo, se hace una emisión de capitales que da financiación sin pérdida de control. Si logran captar dinero del público, pero en pequeñas cantidades en proporción con lo que reciben por parte de empresas parte del grupo.
3. ¿Cuál es el nivel de transparencia y estructura de las empresas frente a su información financiera?
 - La información en Colombia tiene un problema de transparencia basado en que la contabilidad en Colombia tiene un gran sesgo tributario. Las empresas en Colombia hacen su contabilidad con el objetivo de lograr pagar la menor cantidad de impuestos posibles. La carga tributaria tiene un gran peso en la manera en la que se hace la contabilidad de las empresas.
 - Las normas NIIF han ayudado a mostrar más la realidad patrimonial, operacional y tributaria en el estado contable de las compañías, pero sigue teniendo en su presentación mucho peso la norma tributaria
 - Para el mercado esto se traduce en que para poder hacer atractiva la inversión en acciones a los inversionistas se debe mostrar una sociedad altamente rentable, pero si se hace eso, con la actual carga tributaria el gobierno se queda

con toda la utilidad. La estructura tributaria y su carga son una consecuencia directa que afecta la emisión de acciones.

- Otro problema con compartir la información es que en Colombia muchas empresas consiguen financiamiento de dudosa procedencia por medio del lavado de activos.
4. ¿Cuándo estas sociedades hacen un proyecto a largo plazo, cuál es este plazo y cómo lo financian?
 - Para las empresas es muy fácil conseguir financiamiento por medio de deuda ya que tienen suficientes garantías que les respaldan estos préstamos.
 - El nivel de endeudamiento colombiano es alto debido a que la deuda tiene un efecto en los impuestos que se pagan.
 - La deuda es una fuente de financiamiento de fácil acceso.
 5. ¿Qué tan actualizadas tecnológicamente están las compañías en Colombia?
 - Las grandes empresas están actualizadas en tecnología y en información, a medida que son más pequeñas son más atrasadas en temas de información y tecnología.
 6. ¿Cuáles son las razones por las que las empresas prefieren la deuda vs la emisión?
 - Control y ahorro tributario ya que es mejor afectar el pasivo que el patrimonio.
 7. ¿El control de las empresas se debe a que la mayoría de ellas son de familia?
 - Las empresas de familia se han caracterizado en Colombia en no saber manejar el sistema de la sucesión de poder, y una forma de control es por medio del control de capital.
 - Los accionistas mayoritarios de las empresas en Colombia tienen un cierto temor a la dilución patrimonial y a perder el control.
 - Además, a las empresas les da temor compartir información privilegiada con nuevos accionistas como el know how.

7.1.1.2. La persona entrevistada prefiere no compartir su identidad – Ex Presidente de la Bolsa de Valores de Colombia y Ex Superintendente Financiero

Foco de la entrevista: Entendimiento de la regulación y de la Bolsa de Valores de Colombia.

1. ¿Por qué para emitir acciones el valor mínimo de patrimonio necesario es de siete mil millones?
 - En los mercados de acciones hay que cumplir con dos condiciones: que el emisor sea creíble (genere confianza) y que exista el volumen suficiente para que pueda tener muchos compradores y por lo tanto se genere liquidez en los mercados, la realidad es que ese valor de siete mil millones es ridículamente bajo ya que es un valor que da una capacidad de recaudo muy baja y no genera liquides.
 - Los volúmenes que se transan son muy pequeños y estos no alcanzan a pagar los costos unitarios de transacción.
 - i. Para comprar o vender un título hay todo un proceso detrás que requiere de costos unitarios, este proceso complejo y costoso hace que transar un valor pequeño en acciones tenga un costo operativo igual a una gran transacción de compra o venta de acciones.
 - ii. El costo fijo unitario de hacer una transacción en renta variable es igual para una transacción de 1.000.000 COP que de 1.000.000.000 COP. Ambos tienen que pasar por el sistema de negociación de la bolsa, ir al Deceval donde se asegura que están los fondos y se hace la entrega contra pago de los recursos.
 - Los volúmenes que hacen una acción líquida son valores altos que permiten un mercado con muchos accionistas y una cantidad sustanciosa de demanda y oferta.
 - i. En 2001 Isa emitió y logro 90.000 accionistas
 - ii. Ecopetrol se democratizo y logro 400.000 accionistas
 - Es un tema de volumen, en realidad no son 7.000.000.000 COP, en la práctica es un valor muchísimo más alto, superior a los 90.000.000.000 COP.

2. ¿Cuál es la base de los costos que le cargan a los emisores e inversionistas por transar en bolsa y hacer transacciones en ella?
 - Los costos unitarios hoy en día son mucho menores a lo que eran antes y se espera que cada vez bajen más, pero actualmente el mercado de capitales en Colombia es para volúmenes altos ya que los costos de transacción fijos son altos.
 - i. El Deceval y la Bolsa de Valores se acaban de fusionar para así lograr una disminución en los costos de transacción unitarios combinados entre el sistema de negociación y el depósito de valores, con el objetivo de cobrarle menos a los usuarios finales.
 - ii. Actualmente el principal motivo de los costos altos de transacción se debe a la seguridad que deben tener los sistemas de negociación. Las inversiones en seguridad y en las contingencias de la infraestructura transaccional son un costo importante que se debe pasar al usuario.

- iii. Los servidores dedicados son un costo fuerte que debe poder cubrir hasta el pico de transacciones a nivel nacional. Actualmente con el tema de Blockchain se podría conseguir una optimización que logre reducir estos costos.
 - Respecto a los costos de emisión, está el costo de la gestión de una emisión, el cual es un costo que en contexto a la proporción de las emisiones puede ser un costo fijo fuerte, en cambio en una gran emisión sería un costo fijo pequeño.
3. ¿Cuáles son las principales dificultades que ve frente a la situación actual y a la emisión de acciones en la Bolsa de Valores de Colombia?
- La liquidez de salida: La trazabilidad del mercado, la principal preocupación de un inversionista es que pueda salir de ella, en Colombia el problema central de las acciones es que no son fáciles de vender, sea porque los montos transados diarios son muy poquitos o por una falta de liquidez en el mercado (liquidez de demanda y oferta).
 - Debe haber un stock mínimo transable que dé cabida a compradores y vendedores, esto se logra con un mayor volumen de acciones. Sin compradores y vendedores no hay transacciones lo cual afecta la demanda y deja el precio quieto, sin demanda no hay cambios de precios.
 - Uno compra una acción a un precio y espera poder venderla a otro precio, el cual es del mercado y si no hay mercado (movimiento) el precio no se mueve.
 - El problema también es de cultura ya que la infraestructura está, la mentalidad del dueño tradicional de empresa colombiana es la que se debe mejorar para que sea más abierto a la idea de una empresa pública.
 - El apetito de riesgo del inversionista es otro problema importante ya que el colombiano es muy miedoso frente a temas financieros.
4. ¿Por qué el plazo máximo para cumplir con el proyecto objetivo de la emisión es de 4 años?
- No es relevante, los temas regulatorios se pueden cambiar y es una simple formalidad. La ley es fácil de cambiar.
 - La regulación no es el problema.
 - Puede que la regulación afecte de alguna forma a los costos unitarios de transacción, pero esto no es un problema difícil de cambiar, es solo modificar la regulación y ya.

5. ¿Qué piensa sobre las empresas en Colombia y la transición de empresa privada a empresa pública?
- A los dueños de las empresas en Colombia les da pereza tener que responder y compartir información con accionistas minoritarios y tener que cubrir los costos que lleva ser una empresa pública.
 - El argumento es simple, a los dueños de empresas privadas simplemente les da pereza que los molesten en relación con su operación y al control de la empresa.
 - Es un tema de cultura financiera, la lógica de mercado en Colombia es muy controladora y con miedo al riesgo. A las empresas les da miedo asumir el riesgo de una emisión de acciones.
 - El apetito de inversionistas en Colombia no es el mejor y el volumen de transacciones en Colombia es muy bajito, lo cual desincentiva la idea de salir a bolsa o de hacer una salida por medio de emisión para los fondos de capital privado.
 - Medellín podría ser la excepción donde si hay una clase de cultura de inversión en acciones, si se mira bien la mayoría de las empresas que transan en bolsa y que si se mueven son paisas, al mirar estas empresas se puede ver que las empresas del grupo antioqueño no tienen dueño, los dueños son los accionistas.
6. ¿Cuál es su opinión frente a la Bolsa de Valores en Colombia?
- En Colombia hay 69 empresas, pero de esas las más importantes son las 20 acciones integrantes del COLCAP de las cuales las que se mueven son 7:
 - i. Ecopetrol
 - ii. Bancolombia
 - iii. Sura
 - iv. Celsia
 - v. Isa
 - vi. Avianca
 - vii. Éxito
 - El principal problema son los volúmenes, si la acción no tiene volumen pues no se va a mover.
 - En los últimos 10 años no ha habido emisiones de empresas nuevas. Esto es una prueba de que es un problema cultural y organizacional. En Colombia los dueños de empresas son cerrados y no quieren que los molesten, hay una fuerte aversión al riesgo en el colombiano.
 - En Colombia hay empresas grandes, pero no son empresas donde los dueños tengan vocación de mercado público.

7. ¿Volviendo al tema de la cultura, como se podría profundizar en este tema?
 - Primero debe haber principios éticos de decencia y respeto por la propiedad del otro y la transparencia para fomentar la confianza, sin confianza no se puede hacer nada.
 - Segundo debe haber un gobierno corporativo con cultura de empresa pública.
 - Tercero se deben cumplir unos requisitos económicos de volumen y de costos de transacción.

8. ¿Cómo se protegen a los inversionistas?
 - La transparencia es todo, para que los inversionistas sepan en lo que se está metiendo y para facilitarle a los reguladores proteger el ahorro público, debe haber revelación de información siempre.

9. ¿Cuáles son los principales beneficios de transar en bolsa?
 - Al crecer y publicar el patrimonio, se sacrifica la optimización tributaria, pero a cambio se recibe un crecimiento apalancado fuerte de la empresa, se consigue capital y en los casos exitosos el valor patrimonial de la empresa crece de manera exponencial.
 - El renombre que da ser una empresa pública, el apalancamiento en imagen que le da el mercado a las empresas que transan en bolsa le abre las puertas a estas empresas a oportunidades que no serían tan fáciles de conseguir si fueran privadas. Esta credibilidad les permite a las empresas publicas crecer aún más rápido.
 - Estar en bolsa viene con tener un buen gobierno corporativo y una credibilidad que les permite a las empresas publicas obtener deuda de forma más barata.
 - Es otro medio de financiación que permite conseguir capital de manera eficaz.
 - Es una estrategia de Cash-Out rápida y efectiva.

7.1.1.3. Daniel Echavarría Wartenberg – Director de Acceso al Mercado de la delegatoria para Emisores y Otros Agentes, ente que hace parte de la Superintendencia Financiera de Colombia

Foco de la entrevista: Regulación a la emisión

1. ¿Cómo funcionan en la práctica real, los pasos a seguir para hacer una emisión de acciones?
 - Los pasos usuales de una emisión de acciones son:
 - 1) Se determina la necesidad de conseguir recursos, sea por medio de una capitalización o de endeudamiento.
 - 2) Se determina la clase título a emitir y se estructura la emisión, determinando condiciones básicas como el monto.
 - 3) Se consiguen las autorizaciones internas de la junta directiva y la Asamblea Accionistas.
 - 4) Se gestiona la inscripción al RNVE y se autoriza la oferta pública. Simultáneamente se tramita la valoración y se hace la promoción preliminar.
 - 5) Una vez inscrito al RNVE, se autoriza la oferta pública y se realiza la inscripción a la bolsa valores.
 - 6) Se hace la colocación de los valores con sus agentes colocadores.
 - 7) La empresa empieza a cumplir con sus obligaciones legales como Emisor de Valores.

2. ¿Cuáles son las dificultades más comunes que la Superintendencia Financiera de Colombia ve frente a la emisión de acciones y al cumplimiento de las reglas?
 - Las dificultades más recurrentes que ha podido evidenciar la Superintendencia Financiera de Colombia – SFC en la oferta pública de acciones son:
 - 1) Que la documentación este incompleta o sin el cumplimiento de los requisitos legales para efectos de la inscripción en el RNVE y la autorización de la oferta pública.
 - 2) Que no exista integralidad en el contenido de la información presentada ante la Superintendencia Financiera de Colombia, en los documentos a entregar, tales como reglamento, prospecto de información, avisos de oferta, contratos, etc.
 - 3) Demora en la respuesta por parte del solicitante ante los requerimientos y observaciones realizados por la Superintendencia financiera de Colombia.

3. ¿Cómo es el seguimiento y control de la Superintendencia Financiera de Colombia a los emisores de acciones?

- Según el artículo 11.2.1.6.2 del decreto 2555 de 2010, “*La Superintendencia Financiera de Colombia ejercerá control exclusivo respecto de los emisores de valores, excepto cuando se trate de las entidades a las que se refiere el inciso siguiente.*
 - 1) *En el caso de los emisores de valores que, por virtud del interés público involucrado en el servicio que presten o en la actividad económica que desarrollen, se encuentren sometidos por ley a la inspección y vigilancia de otra entidad del Estado, la función de control de la Superintendencia Financiera se orientará a verificar que ajusten sus operaciones a las normas que regulan el mercado de valores y a velar por la oportunidad y suficiencia de la información que dichos emisores deben suministrar al mercado de valores...*”
- En punto a las funciones a cargo de esta Superintendencia respecto de los emisores sometidos al control exclusivo, el citado Decreto 2555 dispone en el artículo 11.2.1.4.50, literal B, un catálogo de funciones a cargo del Despacho del Superintendente Delegado para Emisores y Otros Agentes, relacionados con el ser y el quehacer de este tipo de entidades del sector real de la economía que no se encuentran vigiladas por otra entidad del Estado.

B. Funciones sobre emisores sometidos al control exclusivo de la Superintendencia Financiera, y no vigilados por esta:

- 1) *Exigir, cuando lo considere necesario, los estados financieros de fin de ejercicio y sus anexos antes de ser considerados por la asamblea, por la junta de socios o quien haga sus veces, pudiendo formular observaciones y ordenar correcciones a los mismos.*
- 2) *Propender por el cumplimiento de las normas en materia financiera, formular observaciones, ordenar las rectificaciones y la constitución de provisiones o de reservas.*
- 3) *Aprobar los avalúos de los aportes en especie que reciban los emisores de valores.*
- 4) *Ordenar la convocatoria o Convocar las asambleas o juntas de socios a reuniones extraordinarias, en los casos previstos por la ley.*
- 5) *Ordenar, a título de sanción y dentro del ámbito de su competencia, la remoción de los administradores o de los empleados de los emisores de valores, cuando por causas atribuibles a los mismos ocurran irregularidades graves que afecten el mercado de valores.*
- 6) *Exigir la preparación y presentación de estados financieros de períodos intermedios.*
- 7) *Autorizar los reglamentos de suscripción de acciones que se vayan a colocar mediante oferta privada.*
- 8) *Propender por el cumplimiento de las políticas y normas de gobierno corporativo aplicables a los emisores de valores.*

- 9) *Autorizar la reorganización de la sociedad, lo cual incluye procesos tales como la fusión, la escisión y la segregación o escisión impropia.*
 - 10) *Autorizar la transformación, la conversión de acciones, la disolución anticipada y la reducción del capital social cuando implique reembolso efectivo de aportes.*
 - 11) *Ordenar la inscripción de acciones en el libro correspondiente, cuando el emisor de los valores se niegue a realizarla sin fundamento legal.*
 - 12) *Decidir sobre la improcedencia del ejercicio del derecho de retiro cuando establezca que el reembolso afecte sustancialmente la prenda común de los acreedores, o conceder plazo adicional para su ejercicio.*
 - 13) *Autorizar los cálculos actuariales de las provisiones para pensiones de jubilación y bonos pensionales.*
 - 14) *Cumplir las demás funciones de supervisión que se otorguen a la Superintendencia en relación con este tipo de emisores.*
 - 15) *Participar en los procesos del Sistema de Gestión Integrado de la Superintendencia en los que sea parte.*
 - 16) *Las demás que se le asignen y que correspondan a la naturaleza de la dependencia.*
- Ahora, frente a la totalidad de las entidades inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores – RNVE, el Despacho del Superintendente Delegado para Emisores y Otros Agentes lleva a cabo sus funciones de supervisión basado en las disposiciones contenidas en el literal A del citado artículo 11.2.1.4.50.

A. Funciones Generales:

- 1) *Ejecutar la supervisión de los emisores de valores, las sociedades titularizadoras, las sociedades calificadoras de riesgos y/o valores, y los fondos mutuos de inversión, así como otorgar las autorizaciones requeridas para que una entidad adquiera la calidad de emisor.*
- 2) *Administrar el Registro Nacional de Valores y Emisores - RNVE, y propender por su manejo y actualización.*
- 3) *Autorizar la inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores - RNVE.*
- 4) *Ordenar la cancelación voluntaria o de oficio de la inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores - RNVE.*
- 5) *Ordenar la inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores - RNVE, de las sanciones en los términos del artículo 54 de la Ley 964 de 2005 o las normas que lo modifiquen, adicionen o sustituyan.*
- 6) *Resolver sobre las solicitudes de autorización de ofertas públicas de valores en el país, las ofertas públicas de valores colombianos en*

el extranjero y la inscripción de valores en una bolsa de valores del exterior.

- 7) *Adelantar las acciones necesarias para el cumplimiento de las normas sobre la forma y contenido de los informes que deban suministrar al mercado los emisores de valores.*
- 8) *Propender por la calidad, oportunidad y suficiencia de la información que los emisores suministran al mercado de valores. En el caso de los emisores que, por virtud del interés público involucrado en el servicio que presten o en la actividad económica que desarrollen, se encuentren sometidos a la vigilancia de la Superintendencia o de otra entidad de supervisión, la verificación de la calidad de la información contable corresponderá al supervisor institucional o a la respectiva entidad de supervisión, según sea el caso.*
- 9) *Propender por la protección de los derechos de los inversionistas e impartir las órdenes pertinentes para la preservación de sus derechos.*
- 10) *Solicitar a los emisores, a sus accionistas, administradores, revisores fiscales, servidores, apoderados o cualquier otra persona relacionada, la información que considere pertinente, dentro del marco de sus atribuciones legales, sobre la situación de dichas entidades o sobre operaciones relacionadas con los valores, pudiendo ordenar su publicación cuando lo considere necesario para efectos de la transparencia y seguridad del mercado.*
- 11) *Certificar la calidad de sociedad anónima abierta en los casos señalados por la ley.*
- 12) *Autorizar, respecto de vigilados y controlados exclusivos de la Superintendencia, los reglamentos de emisión de títulos que se vayan a colocar mediante oferta pública.*
- 13) *Ejercer, respecto de las sociedades inscritas vigiladas por la Superintendencia y aquellas sometidas a control exclusivo, las funciones administrativas que el Código de Comercio, la Ley 222 de 1995 y otras normas legales asignen a las entidades de supervisión en temas relacionados con la protección de los accionistas.*
- 14) *Ejercer las facultades relacionadas con los emisores de valores que le sean asignadas a la Superintendencia respecto de aquellos asuntos inherentes a la calidad de emisor en los mercados de valores, sin perjuicio de las competencias asignadas a las demás Delegaturas de la entidad.*
- 15) *Administrar la información enviada por las entidades supervisadas y formular controles para validar su calidad, respecto de aquella en la que actúa como dependencia responsable.*
- 16) *Cumplir con las demás funciones que le correspondan a la Superintendencia en relación con los emisores de valores.*
- 17) *Participar en los procesos del Sistema de Gestión Integrado de la Superintendencia en los que sea parte.*

18) *Las demás que se le asignen y que correspondan a la naturaleza de la dependencia.*

4. ¿Cuáles son las principales protecciones al inversionista actualmente?

- Es preciso indicar que el mecanismo de protección de los derechos de los inversionistas en el mercado de valores es el acceso a la información en condiciones de oportunidad, calidad, veracidad y suficiencia, para evitar arbitrajes de información que puedan llegar a perjudicar sus intereses, de allí que se establezcan obligaciones a cargo de los emisores de valores frente al mercado y sus participantes.
- Ahora bien, dentro del catálogo de normas tendientes a la protección de los inversionistas en el mercado de valores, se destaca el numeral 9, literal B, artículo 11.2.1.4.50 del Decreto 2555 de 2010:
“Autorizar la reorganización de la sociedad, lo cual incluye procesos tales como la fusión, la escisión y la segregación o escisión impropia”
 que fija en cabeza del Superintendente Delegado para Emisores y Otros Agentes, la función de *“Propender por la protección de los derechos de los inversionistas e impartir las órdenes pertinentes para la preservación de sus derechos”*; el desarrollo de esta función se enmarca conforme lo dispuesto en el numeral 13 de la misma codificación:
“Autorizar los cálculos actuariales de las provisiones para pensiones de jubilación y bonos pensionales”
 quien disponga de esta dependencia deberá *“Ejercer, respecto de las sociedades inscritas vigiladas por la Superintendencia y aquellas sometidas a control exclusivo, las funciones administrativas que el Código de Comercio, la Ley 222 de 1995 y otras normas legales asignen a las entidades de supervisión en temas relacionados con la protección de los accionistas”*.
- Además, se deben tener en cuenta los artículos 141 y 142 de la Ley 446 de 1998, sobre descongestión, eficiencia y acceso a la justicia.

1) **ARTICULO 141. PROTECCION DE LOS ACCIONISTAS MINORITARIOS.** *Cualquier número de accionistas de una sociedad que participe en el mercado público de valores que represente una cantidad de acciones no superior al diez por ciento (10%) de las acciones en circulación y que no tenga representación dentro de la administración de una sociedad, podrá acudir ante la Superintendencia de Valores cuando considere que sus derechos hayan sido lesionados directa o indirectamente por las decisiones de la Asamblea General de Accionistas o de la Junta Directiva o representantes legales de la sociedad.*

PARAGRAFO. *No obstante, lo establecido en el presente artículo, la protección de los derechos de los accionistas minoritarios de una sociedad corresponderá en primer término a los representantes legales y miembros de Junta Directiva de la sociedad cuando la decisión sea tomada por la Asamblea General de Accionistas, o a éstos cuando la*

decisión sea tomada por el representante legal o los miembros de Junta Directiva de la misma.

2) **ARTICULO 142. FACULTADES DE LA SUPERINTENDENCIA DE VALORES.** *Previa evaluación de los hechos en que se fundamenta la petición de los accionistas minoritarios y la determinación de las circunstancias, la Superintendencia de Valores podrá adoptar las medidas que tiendan a evitar la violación de los derechos y el restablecimiento del equilibrio y el principio de igualdad de trato entre las relaciones de los accionistas.*

PARAGRAFO. *Igualmente, los accionistas minoritarios podrán acudir ante la Superintendencia de Valores con el objeto de que ésta adopte las medidas necesarias, cuando quiera que existan hechos o circunstancias que pongan en peligro la protección de sus derechos, o hagan presumir la eventualidad de causar un perjuicio a la sociedad.*

5. ¿Respecto a los costos de transacción y de emisión cuales de estos son asignados por las Superfinanciera y para que fines?

- Los costos de emisión que liquida la SFC se encuentran establecidos en la Resolución 1245 de 2006 y son:

- 1) **Derechos de inscripción en el RNVE de valores que se emitan en el mercado principal:** Los derechos de inscripción de valores que harán parte del mercado principal serán **del 0.08 por mil del patrimonio del respectivo emisor**. Para tales efectos, se tendrá en cuenta el patrimonio del emisor, al corte del trimestre inmediatamente anterior a la fecha en que se efectúe la inscripción de los títulos.
- 2) **Derechos de inscripción de valores que se emitan en el Segundo Mercado:** Los derechos de inscripción de los valores, que se pretendan emitir en el segundo mercado, tendrán una tarifa del **0.04 por mil del patrimonio del emisor** registrado a 31 de diciembre del año inmediatamente anterior a la fecha de inscripción.
- 3) **Derechos aplicables a la autorización de ofertas públicas:** Los derechos para la realización de ofertas públicas en el país y en el extranjero serán el **0.35 por mil sobre el monto total de la emisión**.
- 4) **Cuota anual:** Los emisores de títulos valores, inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores, pagarán el resultado de aplicar la tarifa del **0.10 por mil del patrimonio** a 31 de diciembre del año anterior.

Vale precisar que la liquidación de los derechos señalados antes, en ningún caso podrán ser inferiores a seis (6) SMMLV, ni superiores a trescientos (300) SMMLV.

6. ¿Cómo es la relación de la Superfinanciera con la bolsa de valores y la AMV?
- La Bolsa de Valores de Colombia y el AMV son entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia, ello significa que esta Superintendencia vigila la actividad que realizan las entidades que reciben dineros del público, donde se ahorra, se invierte el capital, se solicita un crédito, un seguro o se administra la pensión.
 - Lo anterior, debido a que la Superintendencia Financiera de Colombia tiene como misión preservar la confianza pública de los ciudadanos y la estabilidad del sistema financiero, mantener la integridad, eficiencia y transparencia del mercado de valores y demás activos financieros, de igual manera, velar por el respeto de los consumidores financieros. Así, ejerce la inspección, vigilancia y control de quienes realizan la actividad financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo o inversión de recursos recibidos (captados) del público.

7.1.2. Emisores y Empresarios:

7.1.2.1. Carlos Arturo Londoño Gutiérrez – presidente de Valorem

Foco de la entrevista: Deslistamiento de la acción de Valorem.

1. ¿Cuál fue el motivo de salir a bolsa, para qué se iban a usar los fondos captados en el momento de la emisión?
 - Valores Bavaria (hoy Valorem) se creó en 1997 como resultado de un proceso de escisión de Bavaria S.A. cuya finalidad era la de recoger los activos no cerveceros en una nueva compañía. Puesto que Bavaria S.A. estaba inscrita en bolsa, era necesario inscribir la nueva compañía en bolsa para que los accionistas recibieran una acción de Valores Bavaria por cada acción que tuvieran en Bavaria. En ese sentido, se trató de un caso atípico de inscripción en bolsa, cuyo objeto inicial no era el de captar recursos.
 - A partir de 2004 la compañía adoptó el nombre de Valorem, que representa su posicionamiento con una nueva imagen y marca para acometer sus retos futuros, enfocándolos a la consecución de resultados y al fortalecimiento patrimonial.
2. ¿Cuál es el motivo de salirse de la bolsa de valores?
 - Una de las principales razones para que una compañía se inscriba en una bolsa de valores es para acceder al mercado de capitales. Sin embargo, en Colombia el mercado bursátil tiene muy poca profundidad. En el caso de Valorem, el precio en bolsa no reflejó nunca el valor que los accionistas consideraban que tenía la compañía. Eso hacía imposible captar recursos a través de emisión de acciones.
3. ¿En retrospectiva, cómo considera la decisión de haber salido a bolsa?
 - La salida a bolsa era necesaria para cumplir con el proceso de escisión y para que cada accionista de Bavaria recibiera las acciones correspondientes de Valores Bavaria. En cuanto a tener acceso al mercado de capitales, dadas la falta de profundidad del mercado y el hecho de que el precio de la acción no reflejara el valor de la compañía, no fue posible utilizar esta herramienta.
4. ¿Cómo ha afectado estar en bolsa a la operación de la empresa
 - La inscripción en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) y en el Registro Nacional de Valores y Emisores implica la supervisión directa de la Superintendencia Financiera de Colombia. Esto obliga a la sociedad a preparar una voluminosa cantidad de información que debe enviarse trimestralmente. Los costos operativos de preparar esta información son elevados, especialmente al tener en cuenta que los reportes deben recoger la información de todas las compañías del portafolio de Valorem.
 - Si bien es cierto que las exigencias de información de la Superintendencia Financiera obedecen a mejores prácticas internacionales, no se compadece el

costo en que hay que incurrir para producirla sin obtener el beneficio de conseguir recursos del mercado público de capitales.

5. ¿Cómo ha sido el proceso de salida de bolsa?
 - El proceso de salida de bolsa está reglamentado hasta el más mínimo detalle en la ley colombiana y en el Decreto 2555 de 2010. Es un proceso dispendioso y complejo por el volumen de información que se le debe presentar tanto al mercado como a los reguladores. Tanto la BVC como la Superintendencia Financiera han estado muy atentos al desarrollo del proceso que apenas se inicia.
6. ¿Cómo ha sido la interacción con la bolsa de valores durante el proceso?
 - Si bien lamentan la decisión de salir, la BVC ha dado todo su apoyo para facilitar el proceso. Han sido muy claros en indicar los requisitos que deben cumplirse para ceñirse al reglamento de la bolsa.

7.1.2.2. La persona entrevistada prefiere no compartir su identidad – presidente de una empresa grande con interés en emitir acciones

Foco de la entrevista: Emisión de acciones.

1. ¿Cuándo tienen fuertes necesidades de capital para un proyecto o inversión, cuáles son las fuentes que consideran?
 - En los últimos años se han dedicado a financiar sus proyectos por medio de la deuda y aportes de equity de los accionistas, principalmente porque es lo que conocen.
2. ¿Ha considerado emitir acciones?
 - En el momento están cambiando de foco y están considerando la emisión de acciones en un futuro cercano (3 a 5 años). La decisión de cuando emitir la tomaran cuando el ambiente sea adecuado para la emisión, están analizando el mercado y el comportamiento de la economía para poder hacer la emisión en el momento correcto, que haya la demanda adecuada y suficiente para una emisión exitosa donde se vea más demanda que oferta y un mercado variable más líquido.
 - El motivo de la futura emisión se debe a motivos de diversificación de fuentes de capital, ven la emisión como una alternativa de consecución de recursos más libre, que les permitiría depender menos de los bancos sin perder el acceso a recursos de capital.
 - Otro motivo importante para tener en cuenta es que las empresas familiares a medida que crecen, la familia de los fundadores crece también. Esto crea un hito importante en las empresas, el cambio de generación, el cual puede llegar a crear grandes cambios en las organizaciones. Teniendo esto en mente la

presidencia ve como una buena alternativa de crecimiento la emisión de acciones, ya que de esta forma los accionistas no fundadores y los intereses de la empresa se alinean con más facilidad. Si el accionista tiene intereses distintos a los de la organización le es más fácil hacer un *Cash-Out* vendiendo su participación de una empresa pública que de una privada.

- La empresa también considera que es de suma importancia mantener control, motivo por el cual, si llegasen a hacer una emisión al mercado de valores, sería de no más del 40%, de esta forma siempre tendrían control sobre la compañía.

3. ¿Qué piensa del mercado de renta variable en Colombia?

- En Colombia hay varias dificultades que afectan directamente la decisión de emitir en Colombia, primero está la falta de entendimiento por el tipo de negocio de la empresa, esto es un tema que afectaría la valoración de la compañía y afectaría por ende el desarrollo de la acción, esto junto con la falta de liquidez de la bolsa de valores hace que emitir en Colombia no sea llamativo.
- Como consecuencia de esto, la empresa considera como una mejor alternativa llevar a cabo la emisión en una bolsa más líquida y reconocida como sería la bolsa de valores de Nueva York o de Londres, donde hay más conocimiento sobre el tipo de negocio que lleva a cabo la empresa y hay un mercado más líquido que le permitiría a la acción tener más movimiento y ser más transable.
- Además, un IPO en un mercado reconocido como el de Nueva York y el de Londres es más prestigioso y le crea a la empresa una imagen mucho más atractiva frente a los jugadores internacionales, a diferencia que si fuera una emisión nacional en la Bolsa de Valores de Colombia.
- El mercado en Colombia es muy pequeño y es fácil de manipular ya que hay pocos grandes jugadores y por ende pocas grandes transacciones. Es un mercado manipulable y de baja volatilidad que podría causar un efecto negativo en las acciones.

4. ¿Cuáles son los factores de decisión relevantes para escoger fondearse por medio de deuda o renta variable y por qué?
 - Lo principal que se mira es la relación costo beneficio, el costo de la financiación es un factor relevante a la hora de tomar una decisión frente al endeudamiento. En Colombia el mercado de deuda se encuentra en una etapa de desarrollo y la banca hoy en día es muy cerrada y subsidiada por el gobierno. Un instrumento como los bancos de segundo piso son una prueba de que en Colombia para conseguir grandes recursos de deuda es necesario acudir a entidades que utilizan los recursos públicos.
 - Otro factor que se considera es el control de la empresa, actualmente con los planes de una futura emisión se ha puesto como un factor decisivo no entregar el control de la empresa.
 - En el pasado se han utilizado para grandes necesidades de capital los aportes de capital, el Banco Mundial por medio del IFC compro 14% de la empresa y está en la junta con un puesto, en una junta de 7 puestos. La inversión que hizo el banco mundial fue el gran impulsador que ayudo a crecer la empresa de manera exponencial y también fue una gran lección sobre el costo de financiarse por medio de patrimonio, la transacción le dio a la empresa capital para crecer, pero a cambio el Banco Mundial recibió un puesto en junta lo cual afecto directamente el control y el rumbo de la empresa en una pequeña medida.

5. ¿Cómo maneja la compañía, la transparencia de información?
 - Como empresa privada que es auditada, la empresa tiene los valores disponibles y estandarizados para compartir con facilidad a los accionistas. Desde la entrada del Banco Mundial a la organización la empresa ha aumentado su rigurosidad en transparencia para así poder compartir la información de manera eficaz e interna con los accionistas de la empresa.

7.1.2.3. *Leo Gontovnik – Gerente Financiero de Canguro International S.A.*

Foco de la entrevista: Emisión de acciones.

1. ¿Cuándo tienen fuertes necesidades de capital para un proyecto o inversión, cuáles son las fuentes que consideran?
 - A la hora de buscar capital para crecimiento la empresa utiliza como fuente la deuda, principalmente se financia por medio de bancos, fiduciarias y bancos de segundo piso como Bancóldex.

2. ¿Qué piensa del mercado de renta variable en Colombia y alguna vez ha considerado emitir acciones?

- El mercado de renta variable en Colombia maneja poco volumen y tiene una baja velocidad de dinero lo que hace que sea un mercado poco volátil que no le da una rentabilidad lo suficiente atractiva a los inversionistas. Como consecuencia de esto las acciones no se mueven y los precios tienen un desarrollo bajo que afecta la valoración de las empresas y afecta directamente la captación de capital.
3. ¿Cuáles son los factores de decisión relevantes para escoger fondearse por medio de deuda o renta variable y por qué?
 - La empresa principalmente se capitaliza por medio de aportes a capital y de su flujo de caja.
 - La empresa normalmente evita los préstamos, pero cuando es absolutamente necesario los utilizan para cubrir pasivos e inversiones de crecimiento.
 - Respecto a la renta variable, la empresa al ser de familia no contempla la idea de emitir acciones ya que no le interesa entregar control de la empresa.
 4. ¿Qué incentivos afectarían positivamente a la decisión de fondearse de la empresa por medio de una emisión a bolsa?
 - No se ve ningún incentivo lo suficiente atractivo que cubra la carga que es emitir acciones. Los socios no tienen dentro de sus planes entregar control de la empresa y los costos de emisión y de estar en bolsa son muy altos actualmente para cubrir con los beneficios de ser una empresa pública.
 5. ¿Cómo maneja la compañía, la transparencia de información?
 - La compañía sigue todos los reglamentos y leyes de transparencia.
 - Pero por motivos de optimización tributaria la empresa presenta el mínimo de información requerida por ley, lo cual hace que la realidad contable de la empresa sea diferente de su realidad fiscal, la cual es la que se hace pública.

7.1.2.4. *Andrés Bilbao – Gerente de Rappi*

Foco de la entrevista: Emisión de acciones.

1. Desde el inicio, han venido recibiendo capital por fondos de Venture Capital y rondas de inversión ¿Han pensado en emitir acciones en algún momento? ¿Por qué sí o Por qué no?
 - El objetivo máximo de la compañía es tener una emisión de acciones en 2 o 3 años.
2. ¿Qué piensa del mercado de renta variable en Colombia?
 - El mercado de renta variable en Colombia es poco profundo y de alto riesgo, además el mercado de renta variable en Colombia aun no conoce de tecnología.
 - Como consecuencia de esto, Rappi considera que cuando llegue el momento de emitir acciones lo hará en un Bolsa de Valores más grande y más desarrollada.
3. ¿Qué incentivos afectarían positivamente a la decisión de fondearse de la empresa por medio de una emisión a bolsa?
 - Rappi no considera que emitir en Colombia sea una buena idea debido a la falta de conocimiento en el sector tecnología y el bajo desarrollo de la bolsa.
 - Para que Rappi considere emitir en Colombia, la emisión debería ser más económica y libre de impuestos, además que el mercado tendría que estar más desarrollado, ser más líquido y conocer más del sector.
 - Actualmente Rappi está contemplando la emisión de acciones en una bolsa como la de Nueva York, realizando una movida similar a la de Despegar y Mercado Libre.

7.1.2.5. *Santiago Giraldo – Gerente financiero de Tecnoglass*

Foco de la entrevista: Emisión de acciones y SPAC

1. ¿Cómo fue la decisión de emitir acciones? ¿Cuál era el motivo de la emisión, para que se usaron los fondos recibidos?
 - La emisión se hizo con el propósito de invertir en el crecimiento de la compañía, desde la emisión se han invertido más de 200 millones de dólares en crecimiento de planta, equipos y capacidad en los últimos 4 años, otro motivo fue la creación de una plataforma que ayudara al crecimiento de la compañía en Estados Unidos por medio de un fortalecimiento de la imagen corporativa de la empresa en este país.
 - La emisión ayudo a la empresa a darse a conocer y verse más sólida frente a nuevos clientes internacionales.
2. ¿Por qué lo hicieron por NSADAQ y no la Bolsa de Valores de Colombia?

- Se emitió por medio de SPAC porque era una forma más rápida y eficiente de listar en bolsa. El SPAC fue una oportunidad de volverse una empresa pública de una manera más sencilla bajo unos estándares menores, sin requerir de un EBITDA substancial con menos accionistas y menos plata. El SPAC es una alternativa de emisión mucho más fácil.
 - El SPAC llegó como una oportunidad que ofreció Andina, una compañía que se dedica a recoger plata y buscar oportunidades de inversión.
 - Fue un tema de que Andina estaba buscando una compañía con ciertas características y la familia Daes vio la oportunidad de ser esa compañía. Para la empresa, un SPAC fue lo mejor debido a la exposición que le creó a la compañía en Estados Unidos.
 - La emisión se dio en NASDAQ, pero la compañía listó en la Bolsa de Valores de Colombia en 2015. Esto para que los inversionistas colombianos pudieran participar y volveré accionistas también de las acciones de Tecnoglass. La emisión en Colombia fue una emisión espejo que le permitió a los inversionistas tener acceso a las acciones de NASDAQ por medio de la plataforma de valores colombiana.
3. ¿qué piensa del mercado de renta variable en Colombia y alguna vez ha considerado emitir acciones?
- En Colombia hay muy pocos emisores y es una bolsa sin profundidad que debería mercadear mejor los beneficios que trae ser una empresa listada en bolsa, como es el acceso a otra fuente de capital diferente a la deuda. Otros beneficios de estar en bolsa son la credibilidad que genera la empresa y el crecimiento en la valoración de esta.
 - En Colombia las empresas tienen una resistencia a salir a bolsa debido a que en su mayoría son empresas familiares y sus socios no quieren diluirse.
 - Una problemática que también hay que tener en consideración cuando se habla de la bolsa de valores colombiana es la falta de inversionistas institucionales como son los fondos de pensiones, en Colombia estos son muy pocos y representan el 90% de los grandes inversionistas.
4. ¿Cómo fue el proceso de llevar a cabo una SPAC? ¿Cuánto tiempo duro y cuáles fueron las principales ventajas de esta estrategia frente a una emisión nacional o una deuda por medio de bonos o bancos?
- Con el SPAC se levantaron 34.6 millones de dólares que equivalen a aproximadamente el 20% de Tecnoglass, la familia Daes se quedó con el 80% de la compañía para así mantener el control.
 - A través del SPAC también se emitieron unos warrants que son una opción de compra a cierto precio y a través de esos warrants se emitieron una cantidad adicional de acciones después del SPAC que significaron el 15% de la empresa, el 80% de propiedad de la familia Daes se volvió un 65%.
 - Actualmente los Daes tiene control de la compañía con un 65% de propiedad de la empresa y hay un 35% de la empresa flotando en acciones.

- El SPAC es una alternativa de salir a bolsa para compañías que no alcanzan el nivel de ventas y de EBITDA necesario para salir a bolsa por medio de un IPO.
5. En retrospectiva, ¿cómo considera la decisión de haber salido a bolsa?
- Haber salido a bolsa fue un hito en la compañía que causo un fuerte crecimiento, una valoración que se encuentra en constante evolución y un reconocimiento que fomento la apertura de nuevos mercados y mejores términos, sin la salida a bolsa Tecnoglass no estaría hoy donde está.
 - Una empresa pública tiene mucha más credibilidad que una privada y les muestra a los clientes un alto nivel de seriedad y transparencia.
 - Desde que Tecnoglass se hizo pública el crecimiento anual compuesto de la empresa ha sido de más del 20%. La empresa paso de ser una empresa que vendía mucho más en Colombia que en Estados Unidos a ser una empresa cuyo 75% de las ventas en 2017 provinieron de Estados Unidos, 20% de Colombia y en resto de LATAM.
 - Otra ventaja competitiva de ser una empresa en bolsa es que las compañías de seguros te dan más capacidad de asegurar los proyectos y te facilitan los procesos para generar garantías contractuales.
6. ¿Cómo ha afectado estar en bolsa a la operación de la empresa?
- Reestructurar el equipo, estar en bolsa trae consigo las obligaciones de cumplir con los requisitos de transparencia, de gobierno corporativos y controles internos.
 - Es algo para lo cual una compañía familiar normalmente no está preparada y que es parte de la evolución de las compañías.
 - Se tuvo que aprender a hacer *fillings* y a reportar en Estados Unidos.
 - Es un cambio de cultura que afecta a toda la compañía, la junta directiva tuvo que incluir personas independientes, se tuvo que montar un comité de auditoría, estandarizar la información y en el día a día la practica cambia por el hecho de que la compañía tiene más de 300 accionistas que en cualquier momento pueden llamar a preguntar cómo está la empresa.
 - El nivel de exigencia y de escrutinio es mucho mayor, la estructura se estandariza y el foco cambia hacia los inversionistas.
 - El tema legal y financiero cambia por completo el tema de *investors relations* se crea.
 - Es una transición complicada y larga. Todos estos cambios se empezaron desde antes de la emisión, pero aún se están organizando. En USA la SEC da 5 años de gracia para organizarse.
7. ¿Qué tan involucrados son los accionistas minoritarios con la empresa?
- Julio torres se sienta en la junta directiva de la empresa como representación del SPAC.
 - Solo se involucran a través de los comités de auditoría y por medio de la junta directiva.

- Varía, pero pueden llamar a la administración a hacer preguntas y hay un contacto para inversionistas. Eso es parte del trabajo y trae consigo los beneficios de estar listado en bolsa.
8. ¿Cómo es el movimiento de la acción actualmente?
- En volumen se tradean alrededor de 40.000 acciones diarias en NASDAQ. El precio de la acción en el último año y medio se ha movido entre 15 y 5 dólares, actualmente se encuentra rondando los 9 dólares. Se puede ver una volatilidad saludable.
 - Como son pocas acciones, los órdenes de compra y de venta afectan fuertemente al precio de la acción ya que las pocas ordenes que se dan afectan los movimientos de precio de las acciones.
 - Lo que hoy son 40.000 acciones diarias antes eran 7.000 acciones diarias, entonces sobre el tiempo la acción se ha venido volviendo más líquida.

7.1.3. Comisionistas:

7.1.3.1. Enrique Maya – Asociado senior de Credicorp Capital, 12 años de experiencia en el sector bursátil

Foco de la entrevista: Acciones y Trazabilidad

1. ¿En el día a día como es el movimiento de acciones?
- En Colombia las acciones que más se mueven son las que mayor ponderación tienen dentro del COLCAP, estas son las más líquidas del mercado y son muy pocas:
 - i. Ecopetrol
 - ii. Preferencial Bancolombia
 - iii. Suramericana
 - iv. Nutresa
 - v. ISA
 - El mercado promedio del 2017 trazo unos 53M USD promedio diarios, estos movimientos han venido de los emisores de siempre, los integrantes del COLCAP.
 - Cada trader de acciones perfila su estación de trabajo, en el día a día se trabaja mucho análisis técnico para seguir las acciones para ver el apetito de compra o venta, hay días que un trader se enfoca solo en una acción que está recibiendo mucho movimiento en ese día.
 - Hay acciones que cotizan en varias bolsas lo que les da mayor liquidez, un ejemplo de esto son Bancolombia y Ecopetrol que cotizan en la bolsa de Nueva York y en la de Bogotá.
 - A pesar de que hay pocos emisores en la bolsa, si se puede ver que los 20 emisores representativas del COLCAP tienen suficiente liquidez para que tengan un grado de volatilidad que les permita desarrollarse en el tiempo.

2. ¿Qué tanto se promueve la inversión en renta variable y que tan volátil es? ¿Es rentable ser inversionista exclusivo de renta variable en Colombia?
 - Ser inversionista de corto plazo (24 horas a 3 días) es una alternativa rentable en Colombia.
 - En los últimos 10 años el mercado colombiano ha sido estable y ha tenido un crecimiento que ha generado rentabilidad, ha habido pocas emisiones que no han sido muy positivas como (Avianca y Cemex).
 - La parte del mercadeo de las acciones es labor del emisor, Celsia acaba de hacer una emisión de acciones preferenciales y Celsia fue quien se encargó de la publicidad de la acción.

 - Para que una acción se venda bien debe haber voluntad de compra por parte de los inversionistas y la compañía emisora debe promover la venta de sus acciones. La promoción de renta variable es un trabajo de los emisores y de la Bolsa, La publicidad se hace en equipo con la Bolsa de valores.

3. ¿Cuál es su opinión sobre el mercado de renta variable en Colombia?
 - El mercado de renta variable en Colombia sigue siendo una opción y una oportunidad para que los accionistas maximicen su rentabilidad y para que los jóvenes ahorren e inviertan con mejores rentabilidades.
 - La renta variable en Colombia ofrece dividendos decentes y buenas valoraciones de las acciones. Ecopetrol se espera que pague un dividendo de aproximadamente 9% del valor de la acción a 1.300 COP y con un crecimiento de capital del 100%. El mercado es muy rentable y casos como Ecopetrol se muestran como ejemplo esto.
 - Hay potencial en el mercado y se está desarrollando, por ahora los inversionistas deben enfocarse en los activos líquidos del índice del COLCAP, activos que atraen interés por a inversionistas extranjeros, lo cual le da más tranquilidad al inversionista con respecto a la venta de sus posiciones. Otra recomendación es la Diversificación por sectores para mitigar el riesgo de mercado.
 - El mercado colombiano está en crecimiento, aunque le falta profundización, más liquidez y más emisores.

 - Una de las problemáticas principales del mercado colombiano es la cultura de su gente. El colombiano es desconfiado en el mercado de renta variable y es adverso al riesgo. En Colombia se necesita más educación financiera. La labor de educación financiera se ha venido trabajando para así dar una asesoría más transparente y que los inversionistas confíen en sus asesores para así disminuir la aversión al riesgo.

4. ¿Ahora que se viene el pasaporte de fondos, como cree que va a afectar esto a la liquidez de la bolsa?

- Al abrirse la frontera de inversión se va a generar una mayor demanda y una mayor liquidez, el mercado colombiano tiene emisores que pueden ofrecer alternativas para inversores integrantes de los países del tratado.
5. ¿Cómo es el tema de transparencia de información por parte de los emisores? ¿Cómo es la relación de los accionistas con las empresas?
- La Superfinanciera recibe toda la información relacionada con eventos e información contable, en la página de la Superfinanciera se puede ver esta información.
 - Adicional todos los emisores dentro de su gobierno corporativo cuentan con un departamento o un encargado de la relación con inversionistas.
 - La asamblea de accionistas es el mecanismo para hacerse escuchar.

7.1.4. Banqueros

7.1.4.1. *La persona entrevistada prefiere no compartir su identidad – vicepresidente de banca de inversión*

Foco de la entrevista: Ofertas Públicas Iniciales

1. ¿Cómo es el proceso de emisión de acciones? ¿Cuánto tiempo demora y cuáles son las principales dificultades?
 - Hacer una emisión de acciones es un proceso que se demora en promedio unos 6 meses desde que se arranca con el proceso hasta que finalmente se hace la emisión, a veces se demora más. El proceso de un IPO es un tema técnico lo que genera las demoras son temas de *fillings* para recibir las aprobaciones estatutarias de las compañías y las autorizaciones de la Superintendencia. No hay ninguna etapa que sea muy compleja, pero es necesario llevar a cabo todos los pasos y cumplir con todos los requerimientos.
 - La principal dificultad de llevar a cabo una emisión es la ventana de oportunidad que te da el mercado y la urgencia de llevar a cabo la emisión con la información de la empresa más reciente. El apetito del mercado es un factor importante debido a la necesidad de compradores del mercado para que la emisión sea exitosa. La coyuntura económica a la fecha de la emisión es una variable externa que es decisoria frente al éxito de la emisión, para que se vendan las acciones, es importante que el mercado tenga demanda de acciones.
 - Esos apetitos del mercado no siempre están en su óptimo, un ejemplo de esto es que si se fuera a hacer una emisión y se hacen todos los procesos se tiene todo listo y es fecha de elecciones, emitir en elecciones no es buena idea y si

se aplaza la emisión, la información utilizada es desactualizada y se atrasa el proceso por completo o peor se cae. Esto sucede en todo el mundo así es como funciona esta industria no es un caso de Colombia exclusivamente.

- Uno tiene entonces toda la documentación lista y todo el proceso en su etapa final y lo que falta es que se dé la ventana de oportunidad que da el mercado que se da trimestre a trimestre, la principal demora de una emisión es que todas estas variables se alineen para asegurar el éxito de la emisión.

2. ¿Cuáles son las características de emitir acciones en Colombia y del mercado de valores?

- La Oferta Pública Inicial (OPI) es cuando se hace una primera emisión y una primera oferta, si no se oferta y sí se emite no hay OPI. Por ejemplo, la Empresa de Energía de Bogotá se inscribió en el mercado en el 2007 y no coloco ninguna acción, simplemente unos accionistas vendieron algunas de sus acciones, no hubo OPI, la OPI se dio en el 2011. La OPI es una oferta primaria de acciones, si un accionista quiere inscribir la empresa en bolsa para vender sus acciones eso no es una OPI es una oferta de venta, un *listing* y ya. Esas ofertas se pueden hacer a través de pantallas de manera privada hasta un 25% de la empresa, si es más del 25% se debe hacer de manera pública.
- Un evento es inscribirse en bolsa y otro es ofrecer acciones. Para inscribirse debe registrarse en el RNVE, una vez inscrito se puede recurrir a los mercados en busca de capital ofreciendo un monto de acciones, esa oferta es una OPI. También se puede hacer una colocación en el mercado de acciones ya emitidas, pero en este caso el emisor no tiene nada que ver.
- Hay *loop-holes* en la regulación que te permiten democratizar sin tener que cumplir con la regulación de democratización, cuando una empresa quiere democratizarse lo puede hacer simplemente no dice que va a democratizarse. No hay una limitación en la regulación que motive a las empresas a no estar en bolsa.
- Las OPI se hacen con un descuento para atraer demanda, el precio de la acción en oferta debe ser menor al precio de demanda para que así halla más demanda que oferta y la venta sea exitosa.
- Cuando uno hace una emisión y hace una oferta de acciones, lo que está haciendo uno es invitando a minoritarios a invertir y una parte de la oferta de valor que incentiva a estos minoritarios a comprar las acciones es que hay un mayoritario con objetivos alineados con los de los minoritarios, el mayoritario tiene el mismo interés de que la operación de la empresa sea rentable para los accionistas. Si se venden todas las acciones de la empresa, la administración será quien decida el futuro de la empresa y esto no siempre va en los mejores intereses de los accionistas. Se necesita un equilibrio entre los administradores y los accionistas. Ejemplos de esto son, el sindicato antioqueño cuyos integrantes no muestran un accionista mayoritario y por ende la administración toma todas las decisiones importantes como la construcción de grandes edificios, edificios que son costosos que no van con los intereses de los accionistas que podría ser un mejor retorno por acción. Por otro lado, está el grupo AVAL con Sarmiento de mayoritario, si

Sarmiento genera ganancias, los minoritarios ganan y como el sí está pendiente, en AVAL las decisiones de la administración están alineadas con los accionistas. Es importante un mayoritario que haga escuchar los intereses de los accionistas.

- Actualmente no hay emisiones de compañías en el mercado, por un lado, la ventana de oportunidad. Colombia se encuentra en una situación donde las empresas no están creciendo, cuando Colombia entre en un ciclo expansivo se volverán a ver las emisiones de acciones.
- Emitir trae consigo un alto nivel de transparencia respecto a la información, pero la mayoría de las empresas hoy en día ya tienen gobiernos corporativos fuertes, entonces el tema de la transparencia requerida para estar en bolsa es mínimo.
- Las empresas que están en bolsa son las que ven la necesidad de financiarse a través de bolsa para alcanzar su crecimiento. Están en bolsa porque son tan grandes que no les alcanza con el sistema financiero tradicional para poder crecer. Empresas de este tamaño en Colombia son pocas. El tamaño de las empresas es un factor importante porque es el que define cuánto dinero se puede recaudar sin causar una fuerte dilución en los accionistas iniciales.
- En Colombia ya no hay *Take-Overs*, lo cual afecta la volatilidad de las acciones. Sin la posibilidad de que un externo compre las acciones a un precio mayor al de mercado, las acciones pierden volatilidad y los precios dejan de moverse. En Colombia los precios de las acciones se mueven porque debido a la falta de liquidez en el mercado, cualquier movimiento grande de compra o venta de acciones afecta directamente el precio de esta.

3. ¿Cómo ve el beneficio de la valoración de las empresas al estar listadas en bolsa?

- El mercado da una valoración de las empresas, esto no es porque la empresa valga más, es porque siempre tuvo ese valor y el mercado lo sacó a la luz. Davivienda cuando salió a bolsa tenía un *Book Value X* y la bolsa le triplicó este valor. El mercado visualiza el valor real de las empresas con su valor de mercado que es diferente a su valor en libros.
- Para poder hablar de las valorizaciones en el mercado hay que hablar de las eficiencias del mercado, Un mercado define su eficiencia de tres maneras:
 - i. Débil: Es cuando la formación de precios es aleatoria, Es decir que el precio y su tendencia hoy no tiene nada que ver con la tendencia o formación de precios del día anterior. Casi todos los mercados del mundo son eficientes de esta forma. Si el mercado es aleatorio en la formación de precios entonces todos los análisis técnicos no sirven para nada, teóricamente hablando.
 - ii. Semi-fuerte: Cuenta que todo el mundo tiene una información relativamente igual sobre la acción que está valorando en el mercado, el precio de la acción está reflejando toda la información disponible de esa compañía en ese momento en el mercado. Hay algunos

mercados en el mundo que son así, el gringo y los europeos, el colombiano va en camino a eso, pero aún le falta. Con estas eficiencias el análisis fundamental tampoco sirve ya que es redundante porque la información ya está afectando la acción directamente.

- iii. Fuerte: Es el objetivo, al que los mercados están intentando llegar y es que el mercado tiene una distribución de información y una irrigación de información de manera perfecta. Con esta eficiencia los precios son de equilibrio y como toda la información es perfecta, no se puede hacer arbitraje.
 - Como se puede ver en los términos anteriores, ninguna de estas eficiencias habla 100% con la realidad ya que las tres descalifican a los intermediarios de valores. A lo que van estas teorías es a como la bolsa no les da más valor a sus compañías, pero lo que si hace es visibilizar un valor que estaba ya en las compañías pero que no se había podido manifestar.
 - En los mercados la información no es perfecta, nunca es perfecta y por ende el mercado no es perfecto. Si la información fuera perfecta todos los procesos llevarían a un mismo resultado, pero como no lo es, todos los jugadores tienen su punto de vista frente a sus resultados.
4. ¿Qué acciones colaboro a emitir y para que fines se hicieron dichas emisiones?
- Davivienda, Avianca, aval, isa, Isagen, EEB, Éxito.
 - Unos 8 o 9 tipos de emisores en acciones y ha sacado 5 emisores de la bolsa.
 - Cuando una empresa toma la decisión de emitir acciones lo hace con el objetivo de crecer. Entre octubre de 2010 y febrero de 2012 hubo un boom de emisiones de acciones en Colombia, entre estas estuvieron las dos emisiones de Davivienda y las emisiones de Avianca, AVAL, Éxito, EEB, Nutresa, suramericana, Carvajal y otras más. En esta época se hicieron muchas adquisiciones, las empresas estaban haciendo adquisiciones por toda Latinoamérica, se agrandaron. Estas emisiones se dieron porque las empresas fueron a buscar el capital para poder llevar a cabo todas estas grandes transacciones de crecimiento.
 - Las compañías deben tener proyectos en que invertir y la bolsa de valores es una manera de conseguir dinero para financiar esos proyectos. Para que las empresas quieran emitir debe estar la necesidad de capital, la necesidad de crecer.
5. ¿Al hacer una emisión, como es el proceso de mercadeo de la acción y de venta del mercado primario al secundario?
- Depende del proceso, pero lo que se hace cuando el objetivo es conseguir una gran cantidad de inversionistas es hacer campañas de medios, publicidad, redes bancarias de distribución, etc.

6. ¿Cuáles son las principales ventajas de emitir acciones? (tributarias, de valoración, etc.)
 - Para las empresas no hay un beneficio tributario frente a la emisión de acciones.
 - Para las empresas, tener las acciones inscritas implica que tienen una puerta abierta de financiación con el mercado, se puede levantar infinito, el mercado no tiene un tope, los topes son autoimpuestos por las compañías. El mercado no se llena a diferencia de los bancos que se llenan con el 10% del patrimonio técnico.

7. ¿Cuál es su opinión frente a la bolsa de valores de Colombia?
 - Cuando una empresa se lista en bolsa debe hacerlo con motivos permanentes, la idea es que las empresas hagan su primera oferta de acciones y después de esta vengan más emisiones. Si la idea es entrar a emitir para luego salirse de la bolsa mejor que no vengan, mejor que emitan bonos y listo.
 - La Bolsa de Valores de Colombia trata de hacer muchas cosas, pero la ejecución no es óptima debido a que en algunas cosas tiene una visión limitada de su rol y en otras necesitan organizarse mejor.

8. ¿Como es el proceso de salida de Bolsa y cuál ha sido el motivo de las últimas salidas de bolsa? (*Delisting*)
 - La gente cuando se lista en bolsa debe tener un propósito, las empresas que se salen lo hacen porque ya no tienen la necesidad de emitir, no necesitan captar capital.
 - Otro motivo es que su valoración cambio y la liquidez de la empresa se ve afectada, entonces mejor se deslistan.
 - También se da porque los dueños pierden la necesidad de estar listados en bolsa porque encontraron otra forma de financiarse.
 - En esencia las empresas se deslistan porque la bolsa de valores deja de ser una fuente de financiación para ellas.

9. ¿Qué tendría que cambiar en la Bolsa de Valores de Colombia para que emitir acciones sea la estrategia de capitalización más viable?
 - En Colombia debería haber más inversionistas profesionales, un problema grande por parte de los inversionistas es que solo hay 4 fondos de pensiones que deciden con sus transacciones el comportamiento de la bolsa. Hace falta una industria de inversionistas profesionales donde hallan más fondos mutuos.
 - No hay liquidez en el mercado entonces es difícil vender las acciones. Ejemplo: La EEB es una empresa grande con una capitalización bursátil de 18.5 billones de pesos, pero diario se transan 600 millones de pesos, con eso no se pueden hacer grandes transacciones porque para hacer una compra o una venta toca estar mucho tiempo comprando o vendiendo.

7.1.4.2. La persona entrevistada prefiere no compartir su identidad – director y gerente de banca de inversión

Foco de la entrevista: Bolsa de valores de Colombia

1. ¿Cuál es su opinión frente a la bolsa de valores de Colombia?
 - La Bolsa de Valores de Colombia tiene muchos problemas y una fuerte falta de visión, no hay integración de bolsas en LATAM, las ventajas tributarias son bajas y La bolsa de Colombia no ha hecho la gestión necesaria para que existan los incentivos tributarios y cambiarios necesarios para que la bolsa se desarrolle en un entorno latinoamericano. Hacen falta mas ventajas tributarias. Las acciones no deberían pagar renta sobre su valorización ni sobre dividendos.
 - La bolsa necesita enfocarse mejor y ser más creativa en la creación de instrumentos, no hay ni especialización ni innovación actualmente en la bolsa. No hay creación de mercados y esto hace falta, se necesita una estrategia que impulsa la competitividad de la bolsa. Se necesita la creación de instrumentos. Se necesita una estrategia de posicionamiento en la bolsa.
 - En Colombia se da mucho *Dual Listing*, en Colombia hace falta una política de la bolsa para que todas esas empresas que se inscriben afuera y luego en Colombia, empiecen a ver a la Bolsa de Valores de Colombia como la alternativa más viable. Faltan políticas que promuevan la emisión de acciones, se necesita una promoción de productos y de mercado, la labor de la bolsa actualmente parece ser solo de mantenimiento. Además, se necesitan políticas que traigan inversionistas extranjeros que crezcan el volumen de transacciones y la capacidad de la bolsa.
 - Hay una fuerte deficiencia de productos en la bolsa que no permite que esta se catapulte. Falta profundidad y le falta protecciones a grandes inversionistas.

2. ¿Como fue la transacción de Tecnoglass, como fue el proceso internacional?
 - Un SPAC no es complicado, es un proceso estándar que de cierta forma es una emisión *Fast-Track*.

7.1.4.3. Camilo Zea – director y gerente de Pronus banca de inversión

Foco de la entrevista: Bolsa de valores de Colombia

1. ¿Cuál es su opinión frente a la bolsa de valores de Colombia?
 - La Bolsa de Valores de Colombia hoy en día esta trabajando en ofrecer servicios más tecnológicos para emisores e inversionistas, pero le hace falta innovar en la forma que atrae emisores a la bolsa de valores. Actualmente la bolsa esta trabajando en esos temas y por ejemplo la unión con Deceval a

sido una buena estrategia que va a reducir los costos de transacción. Esto va a ayudar a la bolsa a ser mas competitiva ya que la Bolsa de Valores de Colombia es costosa y si no se hacía nada al respecto los emisores se empezarían a ir para otro lado.

- La bolsa de valores debe trabajar en como ser mas atractiva y debe empezar a ofrecer un valor agregado que la diferencia de las otras plazas en la región. La Bolsa de Valores de Colombia necesita encontrar una estrategia que la diferencie y la posicione. Necesita innovar y reducir tarifas para ser más competitiva y que los emisores más grandes se sientan atraídos a ella.
- Se espera que la integración de la bolsa con Deceval sea el comienzo de una próxima etapa en la cual se empezara a buscar nuevos emisores que ayudaran a desarrollar mas la Bolsa de Valores de Colombia.
- El mercado de Pymes podría desarrollarse en la Bolsa de Valores de Colombia por medio de colocaciones privadas por medio de una plaza bursátil, esto permitiría *tickets* pequeños que se podrían agrupar por inversionistas profesionales y ofrecer al publico como un tipo de FICs.
- Actualmente en Colombia la financiación bancaria es cara, no es ágil y no se ajusta a la estructura de negocio de las Pymes por la falta de creatividad de los que ofrecen servicios de deuda, tampoco es la mejor opción de financiación para las empresas que están en búsqueda de un proyecto de expansión y esto es un nicho de mercado perfecto para una herramienta bursátil. En muchas empresas con capacidad de tickets de 30, 40 y 50 mil millones que hoy están siendo atendidas por los bancos y les están ofreciendo unos productos sin personalización sin flexibilidad y costosos, además. Estos serian candidatos perfectos para que vengan a la bolsa por medio de colocaciones privadas para ofrecer sus acciones inversionistas privados. De esta manera se podría facilitar los procesos de emisión ya que una colocación privada es mucho más sencilla que una Oferta Pública Inicial. Hacer una OPI no es fácil y lleva un proceso costoso y largo en el cual las empresas deben crear un gobierno corporativo estructurado y hacer divisiones de relaciones con inversionistas, auditar valores y llegar a un nivel de transparencia que requiere de esfuerzo y gastos. La realidad es que en Colombia las OPI se ven como estrategias complicadas que en Colombia por ahora no se van a ver a menos que sea por parte de los grandes jugadores.
- En este momento las colocaciones privadas en Colombia son flexibles para el emisor con una condición fuerte que protege a los inversionistas y es que los inversionistas de colocaciones privadas solo pueden ser inversionistas profesionales para así proteger a los inversionistas públicos. Esto debido a que se trata de empresas que no tienen toda la estructura necesaria para llevar a cabo una oferta pública, entonces es mejor solo ofrecer este producto a inversionistas experimentados que entiendan los niveles de riesgo. Para los inversionistas del común seria atractivo que el inversionista institucional haga las inversiones y arme un FIC que permita a los inversionistas invertir en estos.

2. ¿Qué piensa de los entes reguladores y las condiciones que ponen?

- El regulador en Colombia es moderno en estos temas y esta dispuesto a escuchar y hacer los cambios necesarios.
 - Los costos de las ofertas públicas no están en la superintendencia, están en la estructuración. El *Underwriter* es el principal costo que llevan las empresas que emiten. Otro costo es la volatilidad del mercado que al mover fuertemente el valor de la acción afecte el valor del *equity* de la empresa y debido a la baja liquidez hace que las transacciones sean muy fuertes y afecten con facilidad el precio de la acción. Lo anterior es una causa de deslistamiento ya que es un costo muy alto que a las empresas no les gusta.
3. ¿Qué tendría que cambiar en la Bolsa de Valores de Colombia para que emitir acciones sea la estrategia de salida más viable?
- El gravamen a los dividendos fue un grave error que desestimula el mercado bursátil.
 - Las OPIs en Colombia con un mercado bursátil pequeño no son un mecanismo de salida de *private equities*, pero sí podrían salir por medio de colocaciones privadas lo cual sería un paso adelante para la Bolsa de Valores de Colombia.
4. ¿En Colombia se podría hacer un SPAC?
- NO, pero por motivos de estatutos de la bolsa ya que una empresa para listarse en bolsa tiene que tener 3 años de existencia y pues esto no es compatible con el instrumento SPAC, pero es un tema regulatorio que podría cambiarse.

7.1.5. Fondos de capital privado

7.1.5.1. Jacky Finkelstein – vicepresidente de Advent International Colombia

Foco de la entrevista: Salidas por medio de Ofertas Públicas Iniciales

1. ¿En la práctica, cuanto tiempo duran las inversiones desde que entran en el fondo, hasta que salen de ellas?
- En Colombia la industria no sea desarrollado lo suficiente para poder saber, en el momento los fondos son muy jóvenes. La única salida que ha tenido Advent Colombia hasta ahora fue Biotoscana y fue una inversión de 6 años, pero no se vendió por completo aún hay una participación propiedad de Advent Colombia, Actualmente están en proceso de venta varios activos, pero no se sabe cuánto durara el proceso.
2. ¿Cuáles son las estrategias de salida más comunes en los fondos de capital privado en Colombia?
- Lo común en Colombia es que los activos se vendan a compradores estratégicos o a otros fondos.

3. ¿Cuál es su opinión frente a la Bolsa de Valores de Colombia?
 - A la bolsa de Valores de Colombia le hace falta liquidez y tamaño, no hay muchos emisores y actualmente no es atractiva para los inversionistas internacionales.
 - Las empresas no se listan debido a los pocos beneficios que trae ser una empresa pública. Los incentivos en Colombia son muy poquitos para todos los costos en los que hay que incurrir.
 - Las empresas que listan en Colombia lo hacen para levantar capital y que la empresa crezca, no lo hacen para vender su posición.

4. ¿Ha considerado usar como estrategia de salida las OPIs?
 - No por las dificultades que se dan en la regulación nacional y en el mercado para salir del total de la inversión. Los inversionistas esperan que cuando se hace una OPI, la plata se utilice para el crecimiento de la empresa no para que el fondo haga un *Cash-Out*, entonces los objetivos del OPI del fondo y del inversionista no están alineados.
 - En Colombia no hay un precedente de fondos que hallan listado sus activos en bolsa debido a que la cantidad de información y de transparencia que se debe presentar al mercado para ser una empresa pública es alta y los fondos tienen que considerar si vale la pena o no pasar por todo este trabajo y este costo. Otro motivo importante es que, si se emite y el fondo después de listar el activo decide venderlo, es muy probable que tenga que llevar a cabo una Oferta Pública de Adquisición (OPA) lo cual es un gran riesgo ya que dentro de los remates diarios algo puede salir mal y se puede meter un tercero a invertir. Para un comprador el riesgo de la OPA es alto.

5. ¿Qué tendría que cambiar en la Bolsa de Valores de Colombia para que emitir acciones sea la estrategia de salida más viable?
 - La regulación en Colombia debe cambiar y deben aumentar los incentivos de emitir acciones.
 - La creación de Incentivos tributarios a emisores.

7.2. Alianza del Pacífico

La Alianza del Pacífico es una iniciativa económica y de desarrollo entre cuatro naciones de América Latina: Chile, Colombia, México y Perú. Dedicada a ser el mecanismo de articulación política, económica, de cooperación e integración que busca encontrar un espacio para impulsar

un mayor crecimiento y mayor competitividad de las cuatro economías que la integran. Los miembros de la Alianza del Pacífico confían que esto es posible a través de un avance progresivo de la libre circulación de bienes, servicios, capitales y personas (Alianza del Pacífico, 2018).

Mientras los lazos se fortalecen dentro de la Alianza, hay un trabajo en paralelo para convertir al bloque en una potencia mundial de negocios y oportunidades. El trabajo conjunto de los cuatro países también se demuestra con la presencia de la Alianza del Pacífico en ferias de promoción internacional y en el hecho de compartir embajadas en países asiáticos y africanos (Alianza del Pacífico, 2018).

Conformada por 26 equipos divididos en temas como Facilitación del Comercio y Cooperación Aduanera, Propiedad Intelectual, Expertos que analizan las propuestas del Consejo Empresarial de la Alianza del Pacífico, Desarrollo Minero, Responsabilidad Social y Sustentabilidad, Pymes, Servicios y Capitales, Protección al Consumidor, así como los grupos técnicos de Medio Ambiente y Crecimiento Verde, el subgrupo del Operador Económico Autorizado (OEA), el Grupo de Relacionamiento Externo y de Movimiento de Personas y Facilitación del Tránsito Migratorio. Así, la consolidación del bloque de la Alianza del Pacífico sigue fortaleciéndose y sirviendo de ejemplo para la región (Alianza del Pacífico, 2018).

Entre los beneficios de la Alianza del Pacífico están (Alianza del Pacífico, 2018):

- Libre movilidad de personas.
- Preservación y respeto del medio ambiente.
- Creación de una red de investigación científica sobre cambio climático.
- Intercambio académico y estudiantil.
- Promoción cultural.

- Integración de los mercados de valores.