



**LOS PRINCIPALES OBSTACULOS DEL MERCADO DE CAPITALES EN
COLOMBIA**

JORGE LUIS VARGAS PARDO

Colegio de Estudios Superiores de Administración–CESA–

Administración de Empresas

Bogotá,

2018

**LOS PRINCIPALES OBSTACULOS DEL MERCADO DE CAPITAL EN
COLOMBIA**

JORGE LUIS VARGAS PARDO

Tutor: Andres Moncada

Colegio de Estudios Superiores de Administración–CESA–

Administración de Empresas

Bogotá,

2018

Contenido

Introducción	4
Planteamiento del Problema.....	5
Pregunta.....	7
Capítulo 1: Estado del arte	8
<i>1.1 Sobre los mercados de capitales</i>	8
<i>1.2 Funcionamiento óptimo de los mercados</i>	9
<i>1.3 Historia de la bolsa de valores en Colombia</i>	12
Capítulo 2: Metodología	15
Capítulo 3: Diagnóstico del mercado de capitales en Colombia y en la región	16
Capítulo 4: Evaluar la inversión extranjera en Colombia	23
Capítulo 5: Problemas macro en la región	28
Capítulo 6: Conclusiones	30
Capítulo 7: Recomendaciones	36
Capítulo 8: Bibliografía	38

Introducción

“Una bolsa de valores es un establecimiento, que puede ser público o privado, autorizado por los gobiernos de los países, en el cual se negocian títulos valores como acciones, bonos, títulos de deuda pública, etc.” (BanRep, 2018). El mercado de capitales en el mundo es una de las principales fuentes de la economía y especialmente es uno de sus principales medidores. Las bolsas de valores a nivel global, como dice la definición del Banco de la Republica, son establecimiento autorizados por el gobierno que tiene como funcionamiento ser un centro de inversión, por un lado, para personas naturales o jurídicas e inversionistas que tienen como objetivo invertir en empresas que tengan un importante potencial de crecimiento y que a su vez esta les genere unos rendimientos en la inversión, mientras en el otro lado están las empresas que están dispuestas a dar parte de sus acciones y así generar una entrada importante de capital para poder invertir en proyectos a largo plazo o poder bajar su deuda. Las bolsas de valores se crearon para ser un intermediario de estas transacciones y poder dar fe de la transparencia de estas ya que es un mercado regulado y con la supervisión de la AMV (Auto regulador del mercado de valores) en el caso colombiano.

En el mundo existen 63 bolsas de valores que hacen parte del WFE (World Federation of Exchanges), esta organización se encarga de regular que todas las bolsas tengan los principios básicos que deben existir y que deben tener para así ser más transparentes y más justas con sus inversionistas, de igual forma, permite a los países en mostrar su economía a través de las empresas listadas en bolsa y así atraer nuevos inversionistas extranjeros a la economía. Colombia ingreso en dicha organización en el año 2003 y es a partir de ese momento que nuestro mercado de capitales

se hace visible, en términos de estadísticas, en la World Federation Of Exchanges – WFE (Franco, 2012).

Mirando un poco más en específico nuestro mercado, Colombia cuenta con una de las bolsas de valores menos desarrollados de la región, la historia del mercado bursátil en Colombia ha tenido sus altibajos y esto ha creado un miedo dentro de la sociedad con este tipo de inversiones. Actualmente en Colombia existen 40 empresas que están listadas en la bolsa de valores de Colombia (BVC, 2018) mientras que países pares como Chile cuentan con más de 120 empresas, lo que le permite a un inversionista tener más opciones al momento de hacer una inversión. En Colombia aún estamos muy atrasados en el mercado bursátil por múltiples factores, la falta de educación hacia los jóvenes es una de las principales, las medidas sobreprotectoras que tiene el mercado para los inversionistas y la falta de incentivos de parte del gobierno y de las agencias reguladoras para atraer más empresas al mercado bursátil, mostrando la gran cantidad de oportunidades de crecimiento que se puede llegar a lograr.

Planteamiento del Problema

En Colombia, el sector empresarial colombiano no solamente es el responsable de la generación de empleo sino es el motor del desarrollo económico. El 96% de los establecimientos existentes son responsables de generar el 62% del empleo, el 46% de la producción manufacturera, el 42% de los salarios y el 37% del valor agregado en la economía, de acuerdo con las cifras de la Asociación Colombiana de las Micro, pequeñas y medianas empresas (AC Mipyme, 2015). Esta

situación enfatiza la diametral importancia de las empresas en Colombia como motores de crecimiento. Sin embargo, el 95% de las empresas de este tipo acuden a fuentes de financiamiento tradicionales como préstamos bancarios onerosos, emisión de bonos o aportes patrimoniales a dentro de las estructuras societarias, sin llegar a percibir los beneficios de un mercado financiero.

A esto se suma una oferta institucional de crédito limitada, en donde las empresas muchas veces deben acudir a créditos extra bancarios que, si bien ofrecen oportunidad de financiamiento, resultan lesivos para los recursos dado que manejan tasas de interés aún más elevadas que las de los bancos e imponen dificultades de hacer que la tasa de crecimiento sobre los fondos prestados no puedan cubrir con las obligaciones de las deudas. Asimismo, la autofinanciación en Colombia en las PYME es alta, pues más del 65% de las empresas de estas categorías acude primero a una inyección de capital por parte de los socios, dadas las condiciones de la limitación de crédito. El sistema no solamente limita a las PYME, sino que inclusive se han visto perjudicadas las grandes empresas, aquellas con más de 200 trabajadores y con activos no menores a los 30.000 Salarios mínimos. La facilidad para conseguir financiamiento se ha visto diezmada por la exigencia de garantías reales, las tasas de interés exorbitantes (más del 27% efectivo anual para inversión), o baja flexibilidad en los términos y condiciones de pago y cuantiosas tarifas que anteceden al préstamo tales como estudio de crédito, análisis de riesgo, comisiones y demás costos onerosos.

Dado que el 95% de las empresas buscan financiamiento tradicional, el mercado bursátil está siendo muy desaprovechado. Actualmente solo existen 38 empresas que están listadas en Bolsa lo que genera un volumen de compra y venta de acciones muy bajo. Los países que han abierto su economía a nivel global y han internacionalizado sus empresas, son aquellos que están un escalón por encima de nosotros.

Ante esta situación, ¿como se explica que los empresarios se vean privados de los beneficios de un sistema financiero óptimo para conseguir los recursos que necesitan? ¿Cuáles son los desafíos principales que enfrentan no solamente los empresarios e inversionistas, sino a nivel general, el sistema financiero a la hora de capitalizar sus beneficios en canalización del ahorro a la inversión? ¿Por qué no somos capaces de desarrollar de manera óptima nuestro mercado de capitales para atraer más inversión extranjero y así más beneficios para el país y su economía? ¿Qué debemos hacer para mejorar nuestra liquidez en el mercado?

Pregunta

¿Cuáles son los principales obstáculos que tiene el mercado de capitales en Colombia para poder desarrollarse de una manera óptima?

Capítulo 1: Estado del arte

1.1 Sobre los mercados de capitales

Antes de profundizar sobre el mercado de valores en Colombia, es necesario plantear la importancia de cualquier mercado financiero desde un sentido económico. Los mercados de capitales, son aquellos medios por los cuales se distribuye los recursos que han sido acumulados mediante el excedente del público (ahorro), y se canaliza efectivamente hacia agentes que lo demandan (inversionistas). Desde esa lógica, el mercado de capitales no es más que los préstamos de quienes tienen más recursos de lo que necesitan, a quienes requieren más recursos de lo que tienen. Estos intercambios son, naturalmente regulados en equilibrio por el costo de oportunidad del dinero: la tasa de intereses de inversión aplicable a cada oportunidad, transacción o documento de valor (Schiff, 2017).

Los mercados financieros son absolutamente necesarios en cualquier economía. Cumplen una función de redistribución óptima, en donde los excedentes se dirigen a los mejores usos en función de la rentabilidad esperada y de las expectativas de retornos sobre el capital obtenido. En la medida en la que existe capital superavitario para financiar necesidades de inversión, la economía toma parte de esos excedentes para ampliar sus fronteras de producción, innovar y poder ampliar y mejorar las condiciones de vida de los ciudadanos. Por lo tanto, mientras más eficiente y óptima sea esta transferencia de recursos, se irá el capital hacia las manos que verdaderamente lo necesitan y le darán una mejor utilidad, generando así desarrollo económico en el agregado.

Dado que el mercado de capitales asigna recursos a los usos productivos en la economía, se necesita de una red de información amplia, transparente y fidedigna. En la medida en que la información sea pertinente y se encuentre disponible, se generan tasas competitivas, se amplían las alternativas de inversión para los ahorradores y se minimizan las oportunidades de arbitraje y problemas de agencia. Asimismo, la información óptima y en tiempo real está relacionada con una reducción en los costos de asignación y selección de recursos, conllevando a los agentes a seleccionar sus alternativas en función de su nivel de exposición al riesgo y a las necesidades de inversión.

1.2 Funcionamiento óptimo de los mercados

El sistema financiero es, como cualquier otro, un mercado en donde operan las partes superavitarias de capital (ahorradores), los deficitarios del mismo (inversionistas), los intermediarios como sociedades comisionistas de bolsa, bróker o agentes, y las entidades reguladoras tales como la Superintendencia Financiera de Colombia. Siendo espacios de intercambio, los mercados financieros requieren de información transparente y en tiempo real para su correcto funcionamiento. La capacidad tecnológica para presentar a todos los agentes con la información de las empresas, intermediarios, tarifas, tasas e instrumentos se necesita de manera que los precios se tasan con precisión y sean a su vez un reflejo de los intercambios (McConnell, 1997).

Un mercado de capitales funciona correctamente en la medida en que puede minimizar los costos de transacción sobre los intercambios de naturaleza bursátil. En este sentido, los costos de transacción se reconocen en la literatura como aquellos costos de buscar y recolectar información, los asociados a contratar y monitorear los acuerdos, y los que surgen con ocasión de problemas de incentivos entre compradores y vendedores. Los primeros son los que incurren los agentes al momento de promocionar la intención de venta o de compra, los de ubicar a la contraparte o bien la de estimar los atributos de un instrumento. La segunda categoría se refiere a aquellos que surgen por resolver problemas de asimetría de información, o cuando dos partes entran en una transacción y existen disparidades en el acceso a la información, donde una parte tiene que efectuar esfuerzos para que las obligaciones sean honradas. La tercera categoría es la más compleja y a menudo la más vulnerable en los mercados financieros de poca profundización. Esta tiene que ver con los costos que emanan a partir de conflictos de interés entre compradores y vendedores, en donde se tienen incentivos opuestos en intercambios de instrumentos financieros (Mankiw, 2009).

Los conflictos de intereses son comunes entre los compradores y los intermediarios, los cuales pueden ser brokers o agentes que tienen incentivos por los servicios que ofrecen por lo general vía comisiones, o agentes, quienes hacen intercambios en nombre de sus clientes y que tienen incentivos dados hacia la utilidad por transacción efectuada más que por la tenencia de instrumentos de las partes a quienes representan. De cualquier manera, un mercado de capitales que funciona correctamente no solamente tiene información disponible y accesible por parte de los agentes, sino una gran cobertura, mecanismos legales en los contratos, una institucionalidad supervisora y un entorno generalizado de confianza que sean capaces de minimizar la probabilidades que surjan oportunidades de conflicto de interés y que se incurran en costos de

transacción que en últimas reducen los niveles óptimos de transacciones esperadas en este y en cualquier otro mercado (McConnell, 1997).

Por último, y sin ser exhaustivo en esta etapa, la literatura económica reconoce que para que los mercados financieros operen de manera correcta se requieren competencia y altos participantes, principalmente desde el lado de la oferta de recursos o de bienes prestables de la economía. El ahorro público es el lado de la ecuación que suele ser limitado, particularmente en las economías emergentes, pues antes de que se tengan mercados financieros e instrumentos para intercambiar, se requieren excedentes de capitales para poder ser transferidos. Los mercados financieros encuentran una bondad al tener muchos participantes desde el lado de la oferta: liquidez. La liquidez es síntoma de que el mercado está recibiendo recursos de excedente, pero también es un síntoma de que los tenedores pueden vender sus activos por un precio justo o competitivo en cualquier momento, con el entendido de que siempre habrá otro inversionista dispuesto a comprar el instrumento y con capacidad para hacerlo (Mankiw, 2009). En cambio, los mercados que se encuentran altamente regulados, donde la capitalización está limitada a unas cuantas empresas (82 como el caso colombiano), donde no hay recursos suficientes por parte de los ahorradores y demás, la liquidez es baja y el nivel de transacciones estará condicionado a las limitantes de imponer restricciones al intercambio, pues los inversionistas deberán esperar hasta ciertas condiciones a vender sus instrumentos.

1.3 Historia de la bolsa de valores en Colombia

En la década del 1990, las bolsas de Bogotá, Medellín y Cali (Occidente), empezaron la gestión para crear una alianza donde se creó una sola bolsa de valores en Colombia. Vieron la oportunidad de tener un solo mercado a nivel nacional, en vez de pequeños en diferentes regiones, y donde este gran mercado esté regulado por un ente único a nivel nacional y con la aprobación de todos, para así ser más competitivos con los demás países y a su vez, ser más atractivo para los inversionistas, ya que los mercados emergentes son más complejos, pero al mismo tiempo, más rentables. (Arbeláez, 2001). No obstante, solamente hasta el 2005 hubo un avance sustancial en el mercado colombiano, pues hasta ese año se decretó el marco normativo y regulatorio por medio del cual el mercado de capitales debería funcionar (8 julio 2005). Posteriormente, la ley 964 le dio forma al sistema e introdujo herramientas para lograr estimular la llegada de capitales, fortalecer la confianza inversionista, introducir funciones de vigilancia, registro y control al regular los participantes a actividades e instrumentos financieros. Fue así como nació el Sistema Integral de Información del Mercado de Valores para ser un recurso de difusión y divulgación de información transaccional y así propender por un mercado más saludable y receptivo.

Estudios relacionados, como el de Maya y Torres (2005), Agudelo (2010) y Agudelo (2009), han evidenciado un aumento de la eficiencia débil, la liquidez y la actividad bursátil del mercado accionario colombiano tras la fusión, respectivamente (2012, Arroyave). Una vez creada la bolsa de valores de Colombia, se empezaron a crear sistemas y estrategias para que las empresas y las comisionistas de bolsas tengan mayor rentabilidad, un ejemplo es en el 2007, cuando se crea un sistema de asignación de recursos financieros a compañías comisionistas de bolsa, con el fin de

que dichos recursos sean invertidos a nombre de la empresa (inversionista), de tal forma que se disminuya el riesgo de impago del capital asignado (2007, Medina).

Como se mencionaba anteriormente, los países emergentes deben tener organizaciones financieras las cuales se acomoden al nuevo mercado y que incorporen la innovación como elemento de carácter estratégico y competitivo, para poder atraer nuevos inversionistas (Clavijo, 2002; Estrada y Osorio 2004; Urrutia, 1996). Por esta razón, es necesario abordar la conceptualización y estudiar la génesis filosófica que la sustenta” (Murillo, 2008).

No obstante, el mercado de los países emergentes es siempre muy complejo y de muy baja transacción. Este último factor, se debe a diferentes causas que se pueden resumir en altos costos de transacción que manejan las firmas comisionistas de bolsa, sumado al poco conocimiento de las personas con capacidad de ahorro, sobre la forma de negociar e invertir en títulos de renta fija y variable, al igual al poco acceso que se tiene a estos canales de comunicación (Berggrun, 2009).

Debido a que Colombia es un país donde la comunicación de las comisionistas de bolsa es muy baja hacia las personas, no se está generando esa educación bursátil en el país, y es por esto que Colombia aún tiene mucho por explorar, con un gran potencial de crecimiento (2007, Ramírez). Es por esto, que muchas empresas que ya tienen la capacidad y cumplen con los requisitos, ya podrían estar abiertas al público al estar cotizando en bolsa, pero prefieren no tomar ese camino. Una de las principales razones es el miedo, temor e incertidumbre con el mercado que es de baja e incluso muy poca confianza. Es por esta razón, que se hace necesario desarrollar investigaciones

que le brindan herramientas al inversionista que le permita obtener una visión de lo que pueda suceder en el mercado accionario, lo que facilita y simplifica el proceso de toma de decisiones financiero y así, más empresas quieran tomar ese riesgo (Ramírez, 2012)

En el mercado de valores, especialmente de los países emergentes, existen limitantes tales como el hecho de que las empresas no cuentan con la suficiente liquidez y el mercado tiene mucha volatilidad en sus retornos, lo que hace que las transacciones sean con un tiempo de espera muy grande y estén sujetas a mayor incertidumbre que en economías desarrolladas. Uno de los casos financieros más importantes de la región es el del caso de Perú, donde son el resultado de una cadena de errores dentro de los sistemas financieros tanto nacionales como internacionales. Por una parte, están las falencias de la supervisión y regulación del sistema por medios de los entes de control, por otro, la sofisticación de los instrumentos en la base de datos de y plataforma de transacción (R.Lizarzaburu, 2012), para que los inversionistas puedan tener mayor facilidad al momento de hacer cualquier transacción, por lo que los tiempos entre una compra y una venta sea muy amplios, lo que hace que el país y ese mercado no sea interesante ni atractivo para los inversionistas, ya que, no se puede retirar el dinero con gran rapidez para cambiar alguna posición, esto es sin duda, un elemento que pesa a la hora de querer participar en un mercado, un factor que afecta la competitividad de la misma bolsa (Alonso, 2013).

Capítulo 2: Metodología

La metodología de este trabajo deberá abordar cada uno de los objetivos de manera exhaustiva para que, en conjunto, se responda al interrogante principal sobre cuáles son los desafíos y retos de los inversionistas y de los demandantes de capital en el mercado financiero colombiano.

Objetivo por cumplir	Fuente	Descripción	Duración
Primer objetivo	Bloomberg	Seguimiento del principal índice en Colombia COLCAP	6 meses, una vez por semana
Primer objetivo	Bloomberg, Bolsa de valores de Colombia	Volumen diario de transacciones de la BVC	6 meses, una vez por semana
Primer Objetivo	Informes bursátiles BVC	Revisar cada 3 meses el peso de las acciones en el índice COLCAP	12 semanas
Segundo objetivo	Superintendencia financiera	Seguimiento a la composición accionaria de las acciones cada 3 meses	Cada 3 meses
Segundo Objetivo	Informes BVC	Revisar cada los flujos de compra y venta en la BVC	Segundo día hábil de cada mes
Tercer Objetivo	Bloomberg, principales diarios de cada país	Medir el impacto de las noticias en las principales bolsas	Diario

Capítulo 3: Diagnóstico del mercado de capitales en Colombia y en la región

Para lograr entender porque Colombia es un país con altas barreras de entradas para los inversionistas, con regulaciones sobreprotectoras y con unos de los mercados bursátiles menos desarrollados en el continente (Comparado con sus países pares), es importante conocer un poco la historia por la que ha pasado el sistema financiero colombiano. Colombia cuenta con un sistema de mercados muy poco desarrollado y con muy poca liquidez, lo cual para un inversionista es de suma importancia. El mercado de renta variable (acciones) mueve en promedio cerca de US\$30millones al día lo cual es extremadamente bajo comparado con Chile que mueve cerca de US\$170millones o México con US\$330millones (BTG Pactual Reports, 2018), y por otro lado el mercado de renta fija, el cual está compuesto principalmente por bonos corporativos y TES, tiene muy poca volatilidad en el mercado (promedio 3 puntos básicos), todos estos son factores y muestras de porque un inversionista extranjero con una suma importante de capital no trae su dinero a nuestro país. Es por esto que es importante conocer la historia de porque nuestro sistema financiero se ha quedado estancado y que podemos hacer para potencializarlo.

Como se mencionó anteriormente, la historia del sistema financiero cambia a principios de los noventa con la apertura del mercado colombiano y la liberalización económica y comercial que dio como resultado la entrada de capitales extranjeros a Colombia, ya que las economías emergentes se volvían cada vez más atractivas (Alzate, n.d.). “Entre marzo de 1991 y marzo de 1998, la cartera de créditos del sector financiero colombiano experimentó un crecimiento real de cerca de 143%. Esta expansión del crédito vino acompañada de un fuerte incremento en los precios

de los activos. Entre enero de 1990 y marzo de 1995, el IBB aumentó 224% en términos reales, mientras que los precios reales de la vivienda nueva se elevaron, entre enero de 1990 y diciembre de 1995, en 55%” (Badel, 2002). Dichos precios cayeron 34% y 64% respectivamente”. (Departamento Nacional de Planeación, 2016)

Entre 1998 y 2001, la cartera bruta del sistema financiero sufrió un desplome del 23% y la mora de la cartera creció en un 194%, el país sin lugar a duda se encontraba en la peor recesión del país para el año 1999, el panorama no era positivo en los países emergentes en general, lo cual indicaba que los problemas no eran principalmente por factores internos.

Muchas teorías (Echeverry y Salazar, 1999) apuntan que los causantes principales de dichas situaciones fueron el deterioro de la cartera, debido a su riesgo crediticio y la caída en los depósitos, debido a la salida de capitales, en general, estos factores afectan la liquidez de estos países y de sus intermediarios financieros, a su vez a los flujos de capitales internacionales.

“La crisis de finales de los noventa, hizo evidentes muchas de las limitaciones de las herramientas del sistema financiero para el manejo del riesgo” (López, n.d.)

Este marco histórico hasta la fecha es de mucha ayuda a la hora de analizar la economía y predicciones de futuras crisis, como, por ejemplo, “se evidencia que la variable de vivienda es un adecuado indicador de alerta temprana para los ciclos económicos en Colombia.” (Muñoz, 2013).

Para finalizar, esta crisis dejó unas secuelas en la economía del país “i) Permanencia del Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF), ahora a la onerosa tasa del 4x1.000; ii) Un elevado “contencioso jurídico” resultante de pleitos hipotecarios y del “activismo judicial” vía tutelas; y

iii) Un estancamiento en la profundización financiera de Colombia, en general, y de la cartera hipotecaria, en particular (ahora sólo 3% del PIB frente al 11% pre-crisis).” (ANIF, 2011)

“Con la última crisis financiera se ha revivido el interés por determinar la función que desempeña el mercado bursátil en la economía” (Bedoya, 2017) Colombia cuenta con una bolsa de valores que, a pesar de los avances tecnológicos, internacionalización y la sofisticación de los mercados, su mayor problema es la falta de inversionistas para que diversifiquen sus opciones de inversión. El mercado bursátil en Colombia está muy monopolizado por las grandes empresas. Es por esto, que las opciones de inversión para una persona natural o jurídica son muy pocas lo cual no deja que haya mucha liquidez en el mercado. En un mercado bursátil, uno de los puntos más importante es su liquidez ya que les permite a los inversionistas poder tener una capacidad de movilidad en los diferentes portafolios que le permitan entrar y salir en cualquier posición en una acción o en el mercado de los commodities. (Portafolio, 2018)

Actualmente el mercado de valores de Colombia no está siendo aprovechado de la mejor manera y está siendo muy monopolizado, cerca de 4 empresas controlan más del 40% del mercado, y holdings como los es el GEA, controlan más del 50% del peso de la bolsa de valores de Colombia (Ver figura 1). La cantidad de acciones en Colombia son muy pocas, y como se ha venido recalando a través del texto, este es el principal problema que debemos solventar. Las empresas en Colombia no entienden la importancia y los beneficios que emitir acciones y ganar capital le puede llegar a representar, más capitalización representa mayor capex, mayores ingresos, mayores utilidades y mayor crecimiento.

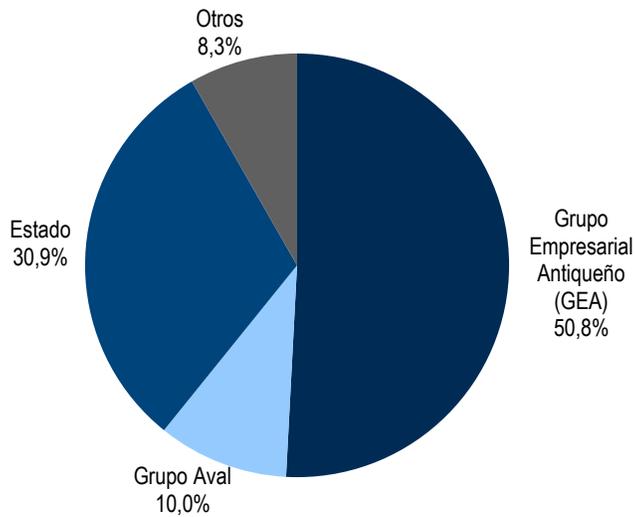


Figura 1: Concentración de poder de las empresas listadas en bolsa. (Bloomberg, 2018)

Para poder tener un mejor panorama de la situación actual del mercado en Colombia, es importante compararlo con los países pares de la región como lo son Chile y Perú. Actualmente Chile con uno los mercados bursátiles más desarrollados de Suramérica, siguiendo a Brasil en el primer lugar, es uno de los ejemplos y modelos a seguir. La bolsa de Santiago se creó hace 125 años con el objetivo de inyectar dinamismo a la economía chilena, hasta 1990 se inicia el proceso de apertura de empresas chilenas al mercado internacional y desde entonces ha estado en un constante proceso de internalización de su mercado, creando nuevo mecanismo que le permitan tener un mercado con mayor liquidez, volumen y profundidad. (Bolsa de Valores de Santiago, 2018)

La bolsa de Santiago, mayor centro bursátil de dicho país, cuenta actualmente con un volumen de liquidez diario en promedio de US\$200mn (Reportes BTG Pactual). Este volumen que es casi 7x el de Colombia, se puede explicar por el tiempo de funcionamiento que lleva la bolsa que ya la ha consolidado como una de las más importantes de la región, a su vez, Chile es un país que cuenta con más de 70 empresas listadas en la bolsa de valores lo que permite al mercado tener mayor

variedad y profundidad. Entre las principales acciones con mayor movimiento en el mercado se encuentran Empresas COPEC, Falabella, Banco de crédito e inversiones, Sociedad Química y Minera, entre otras. Su principal índice es el IPSA el cual tráquea las 40 acciones con mayor movimiento en el mercado y permite tener una visión general de cómo se movió el mercado de dicho país cada día.

Por el lado de Perú, dicho país se ha convertido en un mercado con mucho potencial por explotar y con gran futuro en el mercado bursátil. En los últimos años, su participación en el mercado de valores ha empezado a incrementar sustancialmente ya que más empresas han hecho emisiones de acciones al mercado lo que le ha permitido incrementar su volumen y liquidez. La historia de la bolsa de valores de lima se remite a 1861 cuando dio inicio a sus actividades y debido a una crisis inflacionario de esa época, solo pudo iniciar bien sus actividades hacia finales del XIX. A finales de los 90, la bolsa fue sumando nuevas formas de negociación electrónica para promover el mercado bursátil en la sociedad y a partir de 2003 se convirtió en una sociedad anónima.

La bolsa de valores de lima actualmente tiene un volumen promedio de transacciones de US\$6mn cada día, aunque ha venido creciendo en los últimos años, sigo siendo un nivel excesivamente bajo, sin embargo, tiene un potencial muy amplio de crecimiento al igual que la bolsa colombiana. Actualmente sus principales acciones son Credicorp Capital, Souther Copper corp, InRetail, Grana y Montero, entre otras.

El mercado accionario colombiano actualmente no está pasando por su mejor momento, el 2018 ha sido un año donde los diferentes impactos de la región han afectado a todas las empresas nacionales e internacionales que listan en la bolsa de nuestro país. A este dato es importante añadir

que el 2018 para Colombia fue un año de elecciones presidenciales, donde se tenían dos corrientes políticas muy diferentes lo que generaba cierta incertidumbre a los inversionistas y por ende una desconfianza para Colombia en general. Como se explicó anteriormente, el índice COLCAP es el principal indicador para medir el desempeño de las 20 acciones con mayor liquidez del mercado colombiano. Es importante ver que dentro de los últimos 8 años el mercado está siendo muy volátil con muchos rendimientos negativos a través de los años, esto genera que tanto los inversionistas extranjeros como los mismos colombianos del común no empiecen a invertir en acciones ya que no es una historia de crecimiento sino todo lo contrario, de mucho riesgo. (Ver figura 2)

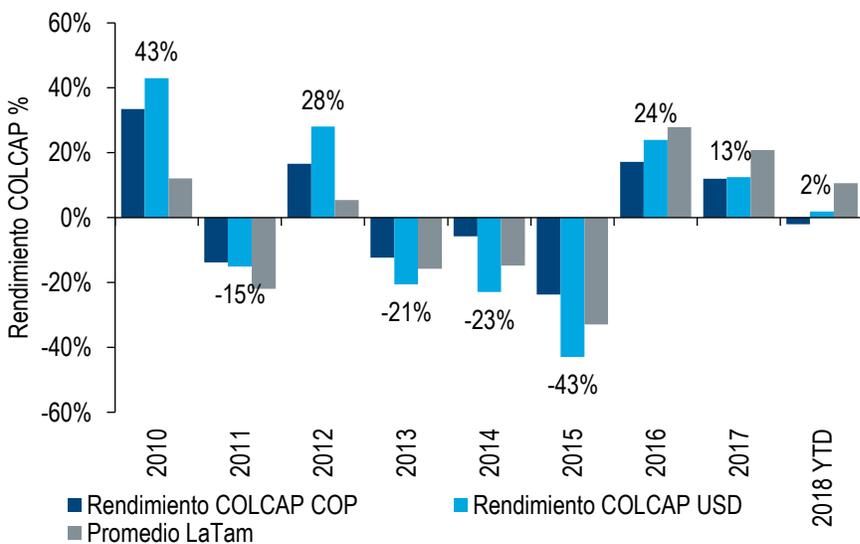


Figura 2: Evolución del índice COLCAP en pesos colombianos y dolares Vs Evolución de la región. (Bloomberg, 2018)

Aunque para algunas personas no todo el movimiento de la bolsa de valores de Colombia es de forma negativa, ya que, según Luis Miguel González, presidente de Credicorp Capital Colombia, destaca que los volúmenes de negociación se han incrementado sustancialmente en renta fija al

igual que en renta variable. Sin embargo, estos niveles están muy lejos todavía de poder convertir a Colombia en un país con un mercado bursátil atractivo. Colombia debe seguir mejorando en la modernización de sus plataformas financieras ya que esto les permitirá a las personas naturales poder tener un mejor acceso a las posibilidades financieras que ofrece el mercado de capitales. Es por esto, que estos avances tecnológicos en las diferentes plataformas de los mercados primarios deben ser apoyadas por las diferentes grandes empresas que tienen un valor importante en los índices accionarios. Esto debe ser apoyado ya que así estas empresas podrán tener una mayor captación de dinero por medio de acciones y bonos que les permitan incrementar su flujo de caja mejorar sus finanzas.

Uno de los principales retos que tiene la sociedad colombiana es la educación bursátil. Ya que muchos colombianos no saben de los beneficios que pueden obtener al invertir su dinero en diferentes portafolios o en diferentes acciones y así poder manejar el riesgo de sus inversiones para obtener una mayor rentabilidad. Sin embargo, a raíz de las diferentes crisis financieras a nivel mundial, el interés en el mercado bursátil se ha venido incrementando no solo a nivel local sino a nivel global. Es por esto, que es importante conocer muy bien su funcionamiento y ese es uno de los principales problemas que hay en el país actualmente.

Capítulo 4: Evaluar la inversión extranjera en Colombia

Colombia está en un proceso de convertir el país en un destino atractivo para los fondos extranjeros y llamarlos a invertir en nuestro país. En los últimos años, la inversión extranjera en Colombia se esperaba que incrementara sustancialmente con el reciente proceso de paz, reforma tributaria y apertura de nuevos mercados, no obstante, esto no ha sido así. Los fondos del exterior aún tienen temor al momento de elegir Colombia como un destino confiable y con una estabilidad política, ya que desde el anuncio por parte del expresidente Juan Manuel Santos, la inversión no ha podido despegar debido a todas las trabas y desacuerdos que ha tenido dicho acuerdo por la mayoría de los colombianos, esto disminuyó la imagen favorable que el mercado tenía en el exterior del acuerdo de Paz. (Ver Figura 3). El momento en el cual el gobierno perdió el plebiscito fue un momento de quiebre ante los ojos de los fondos extranjeros ya que veían con mucha dificultad la implementación de los acuerdos, que lo siguen siendo. De igual manera, con el reciente tratado de proceso de paz y la nueva reforma tributaria, el gobierno colombiano esperaba que las agencias calificadoras de riesgo (S&P, Moody's, Fitch ratings) le aumentara la calificación a Colombia siendo un país más seguro para invertir y donde los inversionistas del extranjero se sintieran con una mayor confianza, sin embargo, esto tampoco fue así.

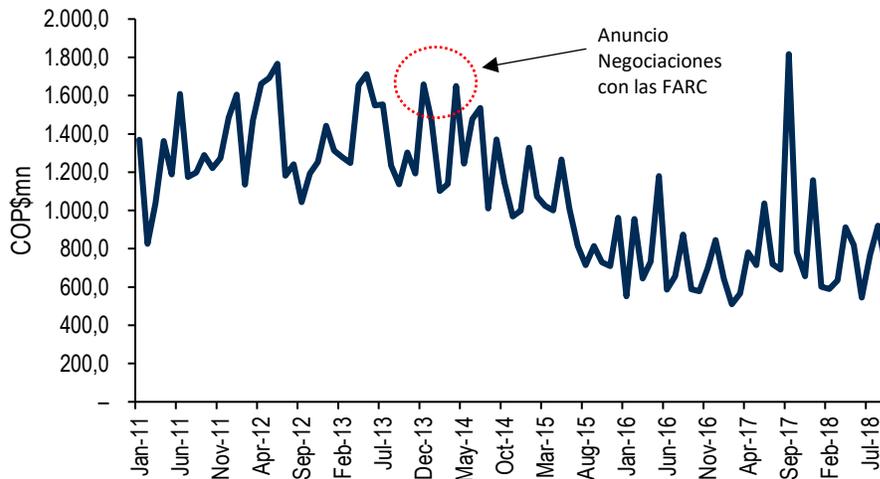


Figura 3: Inversión extranjera directa en Colombia en los últimos 8 años. (Banco de la Republica, 2018)

Después de analizar que la inversión extranjera en Colombia no está creciendo como se esperaba y que aún tienen temor al momento de traer su dinero a nuestro país, es importante mirar cómo se movieron los fondos extranjeros con las acciones. Es importante mirar que tanto los fondos de afuera están comprando o vendiendo acciones en el mercado ya que eso permite intuir el sentimiento que hay acerca del rendimiento de las empresas en Colombia y como las ven hacia un futuro. Venimos de una época en la que el precio bajo del petróleo afectó de manera importante la rentabilidad de una de las principales acciones del mercado colombiano, Ecopetrol. Esta empresa al ser del gobierno, permitía medir e intuir que los ingresos del gobierno eran mucho menores lo que generaba mayor inflación, mayor gasto público y un incremento en la deuda. Todos estos indicadores generaban cierto pánico el cual se veía reflejado en el precio de las acciones y es por esto que muchos de los inversionistas quisieron salir de estas. No obstante, es interesante ver como durante la época del bajo precio del petróleo, los únicos que fueron compradores en el mercado accionario fueron los fondos extranjeros ya que vieron una buena oportunidad de entrada por los

precios de las acciones, sin embargo, esto no significa que vean a Colombia como un país para llevar su dinero e invertir tal como pretendía el gobierno.

Sabemos que el mercado accionario en Colombia es un mercado netamente extranjero ya que son quienes tienen las posiciones más grandes seguido por los fondos de pensiones. Cuando uno de estos dos jugadores decide comprar o vender, esto se verá reflejado en el movimiento positivo o negativo del índice COLCAP, es por esto que al ver la evolución de las compras y ventas de las acciones los últimos 5 años vemos que la tendencia de los fondos extranjeros es negativa (Ver Figura 4). En el 2015, los fondos extranjeros fueron los únicos compradores por una oportunidad de mercado que vieron, sin embargo, de ahí en adelante han bajado su intensidad de comprar en las acciones colombianas hasta el punto que se han convertido en vendedores netos en lo que va corrido del 2018. Que los fondos extranjeros sean vendedores netos se puede leer de varias maneras. La primera es que ven a las empresas colombianas con bajo potencial de crecimiento y dando resultados trimestrales por debajo de las expectativas y la segunda es que quieren esperar que va suceder con el nuevo gobierno del presidente Duque para poder tomar posiciones en el mercado, aunque se espera que este nuevo gobierno sea pro-mercado y atraiga más inversión al país y por ende que los fondos extranjeros vuelvan a ser compradores netos de acciones.

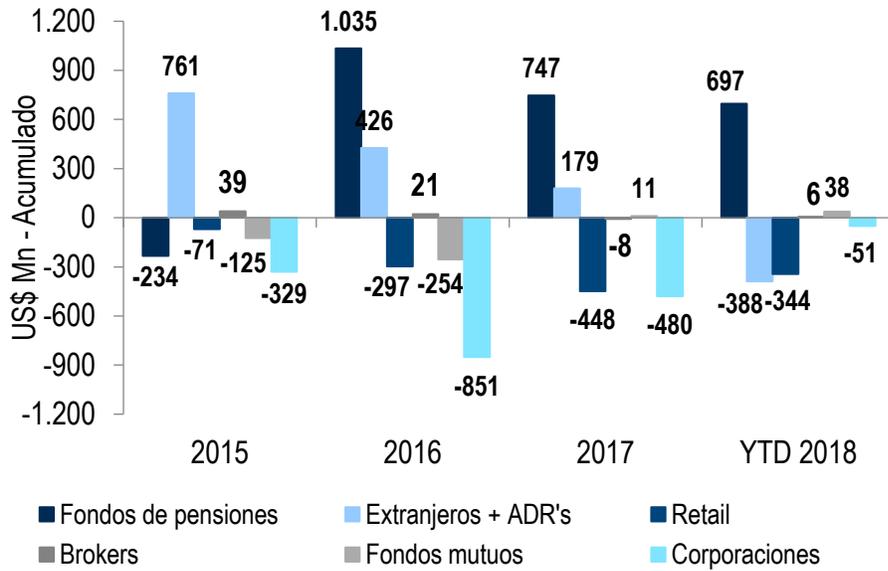


Figura 4: Compras y ventas de acciones (USD) de principales jugadores del mercado en los últimos 4 años. (BVC, 2018)

Los fondos extranjeros, aunque en los que lleva corrido del 2018 han sido vendedores netos, siguen teniendo un porcentaje de participación muy alto dentro de las empresas colombianas. De acuerdo con el último reporte de la Superintendencia Financiera, muestra que diferentes fondos u empresas extranjeras son propietarias de hasta el 52% de una empresa como lo es el caso del grupo Éxito, propietaria del grupo Geant International B.V. De igual manera, Terpel cuenta con una participación del 56% de propiedad por parte de la compañía de petróleos de Chile COPEC e importantes fondos extranjeros como Harbor International, JP Morgan & Chase Bank, Morgan Stanley & Co, entre otros, cuentan con porcentaje de participación de hasta 10% en importantes empresas como lo son Nutresa, Bancolombia, Cementos Argos, entre otras. Este dato nos muestra que hay muchos fondos con posiciones muy fuertes dentro del mercado colombiano, no obstante, esto debería incrementar en los próximos años y es algo que se espera que se suceda con la nueva administración. Cabe resaltar que los fondos de pensiones siguen teniendo las posiciones más

fuerzas dentro de las empresas, pero al momento de comprar y vender acciones dentro los mercados bursátiles siguen siendo muy reservados con pocas variaciones en su portafolio.

Viendo un poco hacia adelante, el nuevo gobierno del presidente Iván Duque se espera que sea pro-mercado y enfocado en traer más capital extranjero al país y así mismo impulsar el dinamismo del mercado de capitales en Colombia. Una de las grandes apuestas del nuevo gobierno es una actualización en las regulaciones del mercado y en la normativa, esto se debe a que existen muchas barreras de entrada para las personas de afuera cuando quieren invertir en Colombia o comprar acciones en específico. El presidente señaló que “no podemos tener límite mínimo de monto de transacción, tratemos de liberar esos umbrales regulatorios que terminan por disuadir la participación de esos nuevos actores” (Dinero, 2018) con esto está tratando de impulsar que nuevas empresas como el Banco Agrario y Cenit hagan una oferta pública inicial en el mercado de acciones y empiecen a generar más dinamismo y volumen en el mercado. Haciendo estos nuevos cambios se espera que más fondos extranjeros traigan su dinero al país y ya que esto generara una mayor variedad al momento de hacer una inversión, lo cual es muy importante al momento de diversificar su portafolio y para que no existan monopolios en el mercado tal como están hoy en día. Como se mencionaba actualmente Colombia transa un promedio de US\$30mn diarios y generando incentivos a las empresas para listar en el mercado bursátil, este volumen podría casi que duplicarse.

Capítulo 5: Problemas macro en la región

Uno de las principales ventajas o desventajas que tienen las bolsas de valores no solo de Colombia sino de las demás bolsas de la región latinoamericana y es que son muy dependientes a los impactos políticos, sociales y económicos que ocurran en la región. Colombia sigue siendo una economía muy dependiente del ambiente macro y de que tan atractivo se convierta Latinoamérica para los inversionistas de afuera, claro que la profundidad de cada mercado le permitirá ser mas o menos propensos a ser dependientes de estos impactos, dicho esto, Colombia tiene mucho por mejorar para no dejarse afectar.

En Latinoamérica existe una gran bolsa que es la de Brasil, ayudado por el tamaño de la población y del país en general, son el principal motor de la economía de la región y son la primera visión que tiene un inversionista de afuera. Es por esto, que uno de los factores que más ha afectado a la bolsa colombiana es la inestabilidad política y económica que vive Brasil. Después de la época del presidente Lula, donde el comunismo inundó a Brasil volviendo públicas a una gran cantidad de empresas y terminando el mandato con un déficit social y de cartera, el más alto en la última época, es muy interesante ver como las bolsas de los demás países secundarios como los son principalmente Colombia, Perú y un poco Chile, se pueden llegar a ver afectados por sucesos políticos que ocurren en otros países. La gente pensara porque esto es un problema para el mercado de capitales en Colombia ya que es otro país distinto y no son problemas de nuestro gobierno, sin embargo, este es uno de los mas importantes. Las empresas en Colombia le temen a la volatilidad del mercado y les da miedo sacar acciones que puedan fracasar, lo que se traduciría para ellos

además de una pérdida económica, una pérdida reputacional ya que hay muchos factores externos que son imposibles de controlar que inciden indirectamente en las acciones en Colombia. Este problema es de suma importancia ya que esto nos demuestra la poca profundidad que tiene el mercado y lo dependientes que somos.

Brasil cuenta con una profundidad de mercado en el que negocian en promedio US\$2bn lo que le permite estar ajeno a cualquier problema macro de la región. Es injusto comparar a Colombia con Brasil, pero si lo podemos hacer con Chile que lo podemos llegar a considerar un país par de nosotros. Chile, como se mencionó anteriormente, negocia en promedio cerca de US\$170mn al día, casi 6 veces lo de Colombia. Claramente ante impactos en la región la bolsa chilena se va ver afectada, pero entre menos profundidad tenga el mercado mas dependiente va ser los factores macros como el proceso de paz en Colombia, la elección del nuevo presidente de México López Obrador, Destitución de Lula, encarcelamiento de Lula, elección de Macri, y el reciente nombramiento de Jair Bolsonaro como presidente de Brasil afectan las diferentes bolsas de los países (Ver figura 6). Es interesante ver como países que se pueden considerar pares no sufren tanto como si ocurre con Colombia que debe estar a la espera de buenas noticias para incrementar el rendimiento en el índice COLCAP. Esto es gracias a que Colombia no cuenta con suficiente liquidez en el mercado y somos un mercado netamente de extranjeros y así mismo, dependemos de ellos. Colombia como país deben dejar ser tan dependiente de los demás países y convertirse en ser más autosuficiente, para así ser mas fuerte ante los ojos de los inversionistas de afuera lo que traerá un ambiente confiable al momento de invertir en Colombia.

Capítulo 6: Conclusiones

Después de un año investigando y entendiendo el mercado colombiano podemos ver que lastimosamente Colombia es un país muy pobre al momento de pensar a largo plazo en el mercado bursátil. Como se mencionó anteriormente, el problema del mercado financiero colombiano empieza desde la educación y desde el entendimiento de este mismo. Gran parte de la población colombiana no entiende los beneficios que el mercado bursátil puede traer y más importante aún, las empresas no lo conocen o no lo quieren conocer. Por la misma cultura colombiana, tendemos a ser muy cerrados con nuestros negocios, no dejamos entrar a mas gente y queremos siempre mantenerlos dentro de la familia para que no se pierda la autoridad ni el control de la misma y este puede ser uno de los factores que no dejan que la bolsa de valores de colombia crezca en profundidad y en volumen ya que actualmente hay muy pocas empresas listadas, y no solo eso, muy pocas tienen un volumen de trading diario que superen los US\$500k. En el punto de la educación bursátil, los colegios y especialmente las universidades no crean esa cultura desde los jóvenes explicando cómo funciona el mercado de capitales en colombia, este es uno de los principales factores para cambiar si queremos lograr tener un mercado parecido al de chile.

Mirando nuestro país más, definitivamente es muy claro identificar que la bolsa de valores de Colombia es netamente de extranjeros, ya que, mirando la composición accionaria de las principales empresas del mercado en los reportes trimestrales deben subir a la superintendencia financiera, vemos que el 80% de los principales accionistas son instituciones financieras del exterior. No obstante, este es un dato que se debe mejorar y a su vez se debe incrementar, a pesar

de que ya somos un país de extranjeros, la cantidad de instituciones que traen su dinero a Colombia sigue siendo muy poca por diversos motivos. Después de realizar la investigación durante todo el año vemos que los clientes extranjeros no traen su dinero por 3 motivos principales:

- 1. Baja cantidad de acciones en el mercado lo que genera un bajo volumen diario de transacciones.** Actualmente hay 40 acciones listadas en la bolsa de valores de Colombia, de las cuales las 20 principales componen el índice COLCAP. De las 40 acciones listadas hay un 20% que tienen transacciones una vez al mes, esto nos demuestra lo pobre que está el mercado bursátil en Colombia y su baja liquidez. Si excluimos a Ecopetrol y Bancolombia, el volumen de trading por día bajaría más de un 25%. Esto nos demuestra que además de que somos una bolsa con una muy baja liquidez y además con muy pocas opciones, somos muy dependientes a los movimientos que ocurran en estas dos acciones. El problema de ser tan dependientes es que una empresa como Ecopetrol que es la de mayor importancia en Colombia tiene una gran relación con los precios del petróleo. Durante el 2015, cuando el precio del crudo se desplomó, la acción de Ecopetrol tocó sus mínimos históricos alcanzando a estar en COP\$900 pesos, lo que generó una pérdida importante para el mercado bursátil en Colombia, ya que su principal acción y la que más volumen maneja en el día estaba en su peor crisis desde que salió a la bolsa, generando una fuerte caída al índice COLCAP y por ende generando una fuerte caída al mercado de capitales colombiano, y pasamos a ser un país con rendimientos negativos (Ver Figura 5).

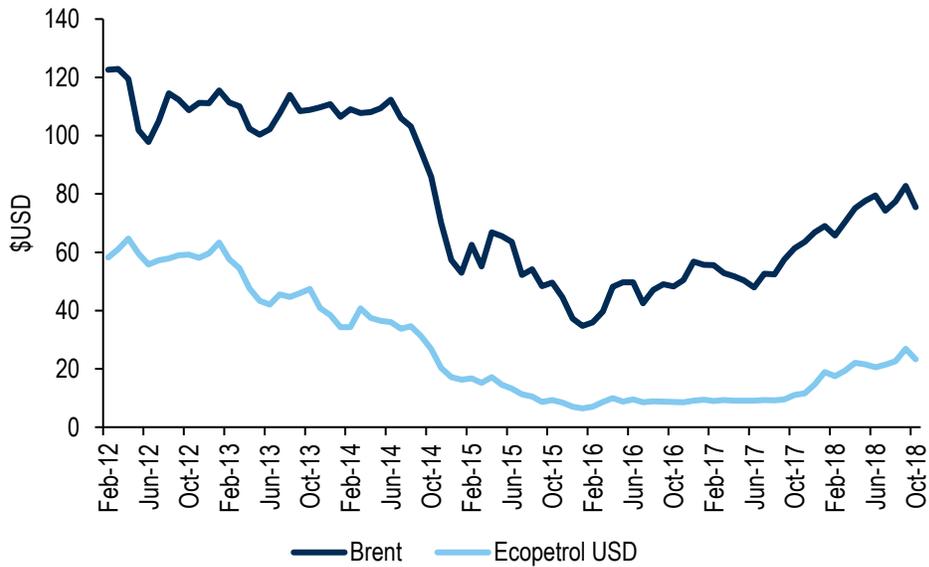


Figura 5: Acción de Ecopetrol (USD) vs Precio petróleo Brent (USD). (Bloomberg, 2018)

2. Las empresas no están interesadas en entrar en la bolsa de valores, el ultimo IPO (Initial Public Offer) fue Cemex Latam Holdings hace más de 6 años. Las empresas colombianas no han podido entender todas las ventajas que entrar en la bolsa de valores les puede traer como organización desde el punto de vista reputacional y económico. Estamos en un país donde la corrupción ha sido uno de nuestros más grandes traumas y cada vez son más las empresas vinculadas en este problema, cuando una empresa empieza listar en bolsa, uno de sus principales problemas es que cada trimestre debe dar un reporte de como estuvo el estado de situación financiero, estado de resultados y demás indicadores financieros para así mostrar el comportamiento de la empresa. Se podría llegar a decir que este es uno de los motivos por los cuales las empresas no listan en bolsa, sin embargo, como opinión personal este no es el más importante. Desde mi punto de vista, las empresas colombianas aún tienen una mentalidad muy pobre y solo piensan en mantener en control de esta dentro de la familia

protegiendo su patrimonio, lo cual está bien, pero no deja crecer la empresa y no desarrolla todas las posibilidades que un negocio puede llegar a tener, es un pensamiento un poco mediocre y conformista. Una empresa que saca un 20% de su patrimonio a la bolsa de valores para obtener nuevos inversionistas puede llegar a recaudar una gran suma de capital, esto le permite incrementar su capex (Inversiones) para crecer la empresa y generar mejores rendimientos. De igual forma, una empresa que tiene una solidez financiera pero que no es tan reconocida puede mostrarse en el mercado y puede ganar la confianza de más inversionistas lo que además de generar más flujo de caja puede generar más ingresos al obtener nuevos negocios. El principal indicador para medir este factor es la cantidad de IPO's en los últimos tiempos y vemos que la última empresa que sacó sus acciones al mercado bursátil en Colombia fue Cemex hace más de 6 años, esto es muy preocupante para el mercado de valores de Colombia ya que en comparación a los demás países de la región nosotros no avanzamos, y nuestra bolsa de valores se quedó estancada hace muchos años. En el 2017, hubo más de 16 IPO's en la región latinoamericana (Ver Figura 6), liderados por Brasil, sin embargo, estamos muy lejos todavía de ver a Colombia en ese ranking. Actualmente solo dos empresas han mostrado interés para en un futuro sacar una subsidiaria a la bolsa de valores y que el mercado le reconozca el valor que ellos buscan, pero para que esto ocurra aún falta mucho camino por recorrer.

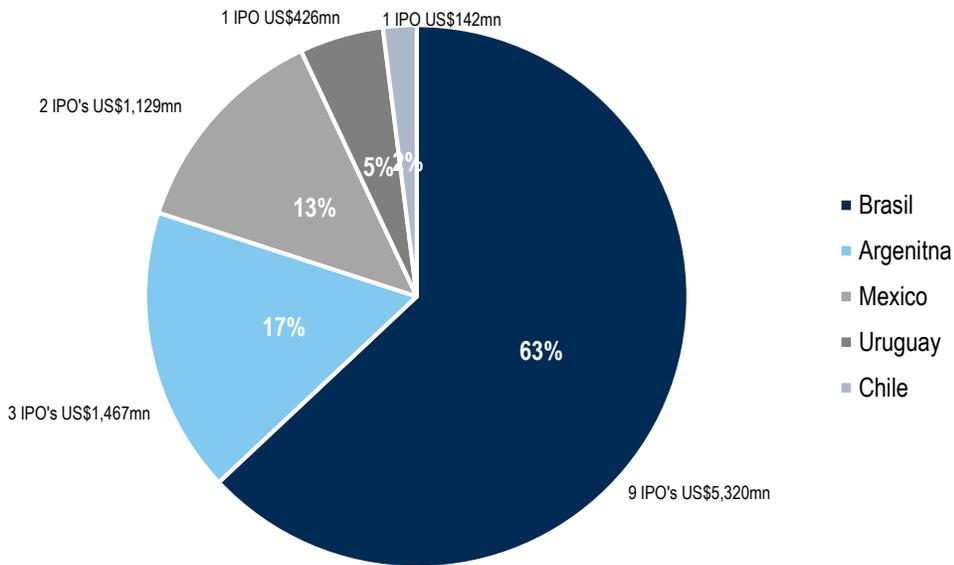


Figura 6: IPO's en Latinoamérica en el 2017. (World Bank, 2018)

3. Colombia es muy dependiente de como este el ambiente de la región y adicionalmente no brinda incentivos para que los extranjeros traigan su dinero. Actualmente, los países latinoamericanos pasaron por unos años críticos donde todas las bolsas estuvieron muy afectadas por los diversos problemas políticos, económicos y sociales vividos en los principales países latinoamericano. Este ambiente genera que inversionistas retiren su dinero de la zona ya que ven mucha volatilidad en los mercados y genera muchos riesgos para sus inversiones. Como se mostros anteriormente, en los últimos años los extranjeros han bajado su ritmo de compra en acciones colombiana, y a lo que vamos de 2018 han sido vendedores netos como más de US\$100mn, esto es debido al mal entorno macro de la región, países como argentina donde la moneda está muy devaluada y tasas de intereses más inflación creciendo cada vez más generan volatilidad y riesgo. Por el lado de Brasil, el país viene de una crisis social y política por los escándanos de corrupción relacionados con el “Lava-jato” que ha tomado tal nivel que incluso ha llegado a sacar presidentes, esto ha generado que

muchos inversionistas se retiren de sus posiciones en dicho país. Todos estos factores previamente mencionados generan que los inversionistas no se fijen en Latinoamérica como una inversión a corto y mediano plazo, lo que afecta de manera significativa el mercado de capitales de Colombia, ya que como se mencionó anteriormente, somos un país netamente de extranjeros y nuestra economía es muy volátil a estos movimientos, mientras que otros países pares como Chile son más fuertes ante estas situaciones (Ver figura 7). Es importante adicionar que nos hemos dado cuenta que Colombia es un país que no cuida a los clientes extranjeros, es decir, no brindamos incentivos adicionales para contraatacar una crisis macro de la región como la que ocurrió en los últimos años. Un ejemplo muy claro de esto es el impuesto de 14% que se les impone a los extranjeros que quieren entrar a Colombia a comprar TES, aunque es un producto financiero de renta fija y no acciones no es un dato menor ya que de igual manera mueve la economía, y a manera de comparación, países pares del cono sur como lo son Chile y Perú tienen un impuesto mucho más bajo de solo el 4-5%. Esto es un ejemplo de porque nosotros no brindamos incentivos adicionales a los extranjeros a traer su dinero, cosa que es importante cambiar y mejorar.

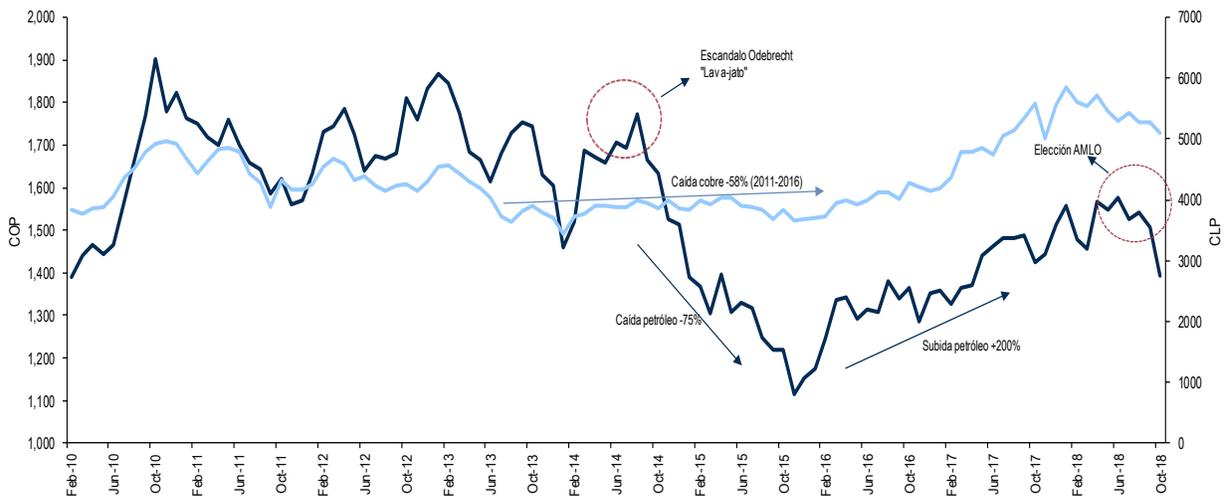


Figura 7: Movimiento de los índices COLCAP e IPSA frente a noticias macro. (Bloomberg, 2018)

Capítulo 7: Recomendaciones

Después de una larga investigación y de concluir efectivamente que el mercado de capitales en Colombia tiene un serio y grave problema de estructura y de liquidez, y de acuerdo con lo previamente argumentado, desde mi punto de vista es posible generar una serie de recomendaciones las cuales pueda ayudar a mejorar el mercado bursátil colombiano. Como se menciono anteriormente, uno de los principales problemas del mercado es la poca participación que hay de nuevas compañías en el mercado, este genera un mercado muy monopolizado donde las opciones de inversión son cada vez menos. Dicho esto, la primera recomendación es reducir los altos costos que tienen las empresas para poder entrar al listar en la bolsa de valores de colombia, esta barrera de entrada genera que para las empresas no les parezca atractivo sacar acciones al mercado, de igual forma, es importante añadir que se debe trabajar por generar nuevos incentivos tributarios para las nuevas empresas y bajar impuestos corporativos si se hacen emisiones de acciones en el mercado. Es importante entender que entre mas empresas listen en bolsa la liquidez va a empezar a mejorar y se generara un portafolio de inversión mucho mas amplio.

Otro aspecto muy importante al momento de generar recomendaciones es que nosotros en el mercado de capitales colombiano no está la opción de hacer ventas en cortos. Vender en corto es apostar en contra al mercado y generar ganancias cada vez que una acción suba de precio vendiéndola y comprándola mas barata después. Debido a nuestra regulación colombiana por al AMV, la opción de ventas en cortos esta prohibida para los jugadores más grandes del mercado como lo son los fondos de pensiones y los Fondos de interés colectivo (FIC), actualmente si un extranjero quiere hacer una venta en corto debe hacer primero una TTV seguido de una venta en

corto, lo que genera largos procesos y un desinterés en estos procesos. Si Colombia generara tener un mercado bursátil más atractivo para los inversionistas, debe modernizar su estructura operacional y brindar incentivos para generar más inversión y más flujo de dinero en el mercado, estas opciones de vender en corto ya están aplicadas en muchas de las bolsas de valores a nivel internacional, pero nosotros aún estamos quedados en algunos sentidos. Estas son solo un par de recomendaciones a nivel personal ya que la bolsa de valores de Colombia tiene mucho potencial de crecimiento por el mismo potencial que tiene Colombia como país en general.

Capítulo 8: Bibliografía

(Alonso, 2013) Valor en riesgo: *evaluación del desempeño de diferentes metodologías para 5 países latinoamericanos*. Obtenido de:

https://ac.els-cdn.com/S0123592313700184/1-s2.0-S0123592313700184-main.pdf?_tid=e2735c38-9ff7-4a69-98cf-5db278902af0&acdnat=1524453615_5a5307ea8b73a1b63bfc4a1f69fd031b

Álzate, J. O. (s.f.). Obtenido de Uniandes:

https://economia.uniandes.edu.co/images/archivos/pdfs/Articulos_Revista_Desarrollo_y_Sociedad/Articulo67_5.pdf

ANIF. (2011). *Investigaciones ANIF*. Obtenido de:

<http://www.anif.co/sites/default/files/investigaciones/anif-bid0511.pdf>

(Arbeláez, 2001) *Short-term and long-term linkages among the Colombian capital market indexes*.

Obtenido de:

<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1057521901000515>

(Arroyave, 2012) *Rendimiento ex-dividendo como indicador de eficiencia en un mercado emergente: caso colombiano 1999–2007*. Obtenido de:

https://ac.els-cdn.com/S2077188612700069/1-s2.0-S2077188612700069-main.pdf?_tid=fc81601e-844a-497c-9b89-f1530eb2fef9&acdnat=1524451297_39e699a20ccff9a2b6462a1dba9099b1

Badel, A. (marzo de 2002). *Uniandes*. Obtenido de Uniandes:

https://economia.uniandes.edu.co/images/archivos/pdfs/Articulos_Revista_Desarrollo_y_Sociedad/Articulo49_4.pdf

Bedoya, J. G. (2017). *Ciclos de crédito, liquidez global y regímenes monetarios: una aproximación para América Latina*. Obtenido de Uniandes: https://economia.uniandes.edu.co/images/archivos/pdfs/Articulos_Revista_Desarrollo_y_Sociedad/Articulo78_7.pdf

(Berggrun, 2009). *Cómo crear un portafolio de inversión con las opciones que ofrecen los fondos de pensiones voluntarias en Colombia: el caso de skandia*. Obtenido de: https://ac.els-cdn.com/S012359230970097X/1-s2.0-S012359230970097X-main.pdf?_tid=d7dae52e-1d42-4370-bca1-5676a7bd3cd3&acdnat=1524449508_00b452100289ffacc610e729538ecc51

(Franco, 2012). *La Bolsa de Valores de Colombia, espacio temporal y la World Federation of Exchanges*. Obtenido de: <http://repositorio.cuc.edu.co/xmlui/bitstream/handle/11323/652/10.%20La%20bolsa%20de%20valores%20de%20Colombia.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

La estrategia de la BVC para atraer inversionistas. Obtenido de (2018). *Los emisores más destacados en la Bolsa de Valores de Colombia. Aprendiendo sobre el mercado de valores*. Obtenido de AMV. Obtenido de: <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20140314102409.pdf>

López, J. D. (s.f.). *Lectura de Finanzas*. Obtenido de Banrep: http://www.banrep.gov.co/docum/Lectura_finanzas/pdf/jdu_may_2008.pdf

Mankiw, Gregory (2009). *Macroeconomics*. Worth publishers. Seventh edition. Chapters 16-19. 649 p

(Medina, 2007) *Diseño de un sistema experto difuso: evaluación de riesgo crediticio en firmas comisionistas de bolsa para el otorgamiento de recursos financieros*. Obtenido de:
<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0123592307700190>

Muñoz, M. C. (2013). Obtenido de Uniandes:
https://economia.uniandes.edu.co/images/archivos/pdfs/Articulos_Revista_Desarrollo_y_Sociedad/Articulo72_8.pdf

(Murillo, 2008) *Conocimiento e innovación en los procesos de transformación organizacional: el caso de las organizaciones bancarias en Colombia*. Obtenido de:
https://ac.els-cdn.com/S0123592309700816/1-s2.0-S0123592309700816-main.pdf?_tid=9e1c3ef3-1aa8-4173-b477-152f7509bfe4&acdnat=1524450085_ca9e8b13722cfcfd888e1bdb2a335580

McConnell, C.R, y Brue, S.L. (1997). *Economía*. McGraw-Hill.

Pinilla, R., Valero R.L., y Guzmán V.A. *Operaciones financieras en el mercado bursátil*. Universidad Externado de Colombia.

(Ramírez, 2007) *Negociación de acciones en la bolsa de valores de Colombia en el corto plazo aplicando el método R*. Obtenido de:
<http://repositorio.utp.edu.co/dspace/bitstream/handle/11059/757/332632861R173n.pdf;sequence=1>

(R. Lizarzaburu, 2012) *Gestión de riesgos financieros. Experiencia en un banco latinoamericano*. Obtenido de:
<https://ac.els-cdn.com/S0123592312700128/1-s2.0-S0123592312700128->

main.pdf?_tid=df33d3d-1079-43bc-91c5-

403d1ad28dc9&acdnat=1524451575_7d75b139b7acf85243d32e4a027260bc

(Roadshow, 2018). *Brasil y Argentina lideran IPOs*. Obtenido de:

<http://www.roadshow.com.ar/brasil-y-argentina-lideran-ipos-en-america-latina/>

Samuelson, P.A, y Nordhaus, W.D. (1986). *Economía*. México: McGraw-Hill.

(Sepúlveda, Reina y Gutiérrez, 2012) *Estimación del riesgo de crédito en empresas del sector real*

en Colombia. Obtenido de:

<https://ac.els-cdn.com/S0123592312702218/1-s2.0-S0123592312702218->

main.pdf?_tid=0239f135-b4b2-4008-86a7-

d2a326405618&acdnat=1524450939_ced7e03329d45989acd3655bc50fd4ad