

GUÍA DE ESTUDIO RENTA VARIABLE



OPERADOR

Primera edición: Diciembre de 2020

Autorregulador del Mercado de Valores
(AMV)

Gerencia de Certificación e Información.

Esta guía se elaboró gracias al trabajo
del Programa de Autores de AMV.

Este material es propiedad de AMV, es de
consulta gratuita y se encuentra prohibida
su venta y su uso para fines comerciales.

Diseño y Diagramación:
Artmedia Estudio Diseño
www.artmediaestudio.com

Contenido

1. Presentación

2. El día del examen

3. Introducción

4. Introducción al mercado de acciones 12

- 4.1. Conceptos generales sobre las acciones
- 4.2. Funciones económicas de una acción
- 4.3. Concepto de rentabilidad de las acciones
 - 4.3.1. Dividendo
 - 4.3.2. Valorización
 - 4.3.3. Derechos de suscripción
- 4.4. Acciones
 - 4.4.1. Acciones ordinarias
 - 4.4.2. Acciones preferenciales
 - 4.4.3. Acciones privilegiadas
 - 4.4.4. Acciones sin dividendo
 - 4.4.5. Mercado Global Colombiano
- 4.5. Títulos de participación
 - 4.5.1. Tipos de títulos de participación negociados en el mercado de renta variable.

5. Tipo de inversionista 23

- 5.1. Inversionista profesional
- 5.2. Cliente inversionista

6. Valor de las acciones 25

- 6.1. Valor nominal
- 6.2. Valor patrimonial
- 6.3. Valor de mercado
- 6.4. Precios de referencia

7. Estado de las acciones 29

- 7.1. Acción activa
- 7.2. Acción inactiva
- 7.3. Acción suspendida

8. Tipos de operaciones 32

- 8.1. Operaciones de contado
- 8.2. Operaciones de Reporto o Repo
- 8.3. Transferencia Temporal de Valores (TTV)
- 8.4. Operaciones preacordadas o de acuerdo previo
- 8.5. Operaciones cruzadas
- 8.6. Operaciones convenidas

9. Índices 46

- 9.1. Descripción de los índices
- 9.2. Criterios de la composición de la canasta
 - 9.2.1. COLEQTY
 - 9.2.2. COLCAP
 - 9.2.3. COLSC
 - 9.2.4. COLIR

10. Métodos de valoración 54

- 10.1. Valoración por flujos de efectivo descontados y sus componentes
 - 10.1.1. Cálculo de la tasa de descuento
 - 10.1.2. Cálculo de flujos de efectivo
 - 10.1.3. Valor terminal

- 10.2. Valoración por múltiplos comparables
 - 10.2.1. Capitalización bursátil
 - 10.2.2. Índice de Bursatilidad Accionaria (IBA)
 - 10.2.3. Beta
 - 10.2.4. Relación Precio Ganancia (RPG)
 - 10.2.5. Razón Precio a Valor en Libros (PVL)
 - 10.2.6. Dividend Yield
 - 10.2.7. Utilidad Por Acción (UPA)
 - 10.2.8. *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (EBITDA)*
 - 10.2.9. *Return on Equity (ROE)*
- 10.3. Otros métodos de valoración
- 10.4. Riesgos
 - 10.4.1. Riesgo idiosincrático
 - 10.4.2. Riesgo sistémico
- 10.5. Ciclo de vida de las empresas
 - 10.5.1. Expansión
 - 10.5.2. Madurez
 - 10.5.3. Declive
 - 10.5.4. Otros
 - 10.5.5. Clasificación de las acciones

11. Sistema de negociación de acciones 80

- 11.1. Tipología de las órdenes
- 11.2. Metodologías de negociación aplicables en sesiones
 - 11.2.1. Mercado continuo o de calce automático
 - 11.2.2. Subasta o calce a precios de equilibrio
 - 11.2.3. Mixtos o mercados continuos con eventos de subastas
- 11.3. Sesiones de negociación de acciones líquidas
 - 11.3.1. Preparación de apertura
 - 11.3.2. Mercado abierto con control de precios
 - 11.3.3. Subasta de cierre

- 11.3.4. Rangos de precios para efectos de negociación
- 11.4. Sesiones de negociación de acciones no líquidas
 - 11.4.1. Subasta de apertura
 - 11.4.2. Subasta de cierre
 - 11.4.3. Tipos de órdenes permitidas en subastas de apertura y cierre
- 11.5. Negociación de títulos de participación
 - 11.5.1. Información y características requeridas en la negociación

12. Sistema de negociación de Repos 96

- 12.1. Sesiones de negociación aplicables a Repos
 - 12.1.1. Preparación de apertura
 - 12.1.2. Mercado abierto sin control de precios
 - 12.1.3. Límites de operaciones de Repo
 - 12.1.4. Garantías en operaciones Repo

13. Condiciones de negociación 100

- 13.1. Función de liquidez para clasificación de acciones
- 13.2. Criterios para fijar el precio de referencia
- 13.3. Efectos de la suspensión de acciones
- 13.4. Efectos de la suspensión de ruedas
- 13.5. Beneficiario real
- 13.6. Obligatoriedad de registro en bolsa de las acciones
- 13.7. Anulaciones
- 13.8. Corrección de datos de operaciones

14. Operaciones especiales 106

- 14.1. Ofertas Públicas de Adquisición (OPA)
 - 14.1.1. Obligatoriedad de adquirir a través de una oferta pública de adquisición
 - 14.1.2. Eventos en que no se debe realizar la OPA
 - 14.1.3. Autorización de la OPA
 - 14.1.4. Readquisición de acciones

- 14.1.5. Comunicación de la OPA
- 14.1.6. Contraprestación de los valores objeto de la OPA
- 14.1.7. Contenido del aviso
- 14.1.8. Ofertas competitadoras
- 14.1.9. Ofertas concurrentes

15. Ventas en corto 113

- 15.1. Transferencia Temporal de Valores (TTV)
- 15.2. Límites de operaciones TTV
- 15.3. Garantías en operaciones TTV

16. Sistemas electrónicos de ruteo de órdenes E-Trading 118

17. Aspectos societarios y de gobierno corporativo 119

- 17.1. Fusión
- 17.2. Escisión
- 17.3. Transformación
- 17.4. Derecho de retiro
- 17.5 Derecho de preferencia

Referencias 122

1. Presentación

Para el Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia (AMV) la elevación de los estándares de idoneidad profesional es un elemento de primer orden. En tal sentido, se presentan a la industria, y al público en general, las guías de estudio como herramientas complementarias para la preparación de los exámenes de certificación.

Este documento se apoya en los temarios publicados en la página web de AMV, los cuales comprenden las materias a evaluar en los exámenes de idoneidad profesional.

La inclusión de algún enlace o documento no implica la recomendación o aprobación de los puntos de vista expresados en él. Se advierte que la información que contienen las guías solo podrá usarse para consultas personales, respetando las leyes vigentes de derechos de autor.

2. El día del examen



El profesional que haya programado una sesión de examen recibirá una citación dos días antes de la fecha programada, en la cual se especifican la hora de registro y de inicio de sesión. Es importante llegar 30 minutos antes del inicio del examen, una vez inicie la sesión no se permitirá la entrada a ningún profesional.

Si usted desea reprogramar su examen, podrá hacerlo como máximo hasta las 23:59 horas del tercer día hábil previo a su examen.

Recuerde llevar a la sesión su cédula de ciudadanía, cédula de extranjería, pasaporte o contraseña vigente, ya que de lo contrario no se le permitirá presentar el examen.

Usted podrá ingresar a la sesión calculadora financiera. Se le proporcionarán hojas y elementos de escritura, para realizar cualquier cálculo que necesite, las hojas deberán, sin excepción, ser entregadas al finalizar la sesión.

Está prohibido ingresar celulares, agendas electrónicas, relojes inteligentes o cualquier otro dispositivo que pudiera ser usado para acceder a información o contenidos relacionados con el examen a presentar.

Le recordamos que de acuerdo con los deberes de los aspirantes o examinados (Artículo 159 del reglamento de AMV), los aspirantes deberán abstenerse de tener o intentar tener acceso por cualquier medio al banco de preguntas, copiar o intentar copiar durante el examen, estar en posesión de elementos prohibidos o no autorizados expresamente por AMV durante la presentación del examen, realizar cualquier conducta constitutiva de fraude durante la presentación del examen o en relación con el mismo, entre otros. El incumplimiento de los deberes por parte de aspirantes o examinados se considerará como una infracción disciplinaria en contra de los reglamentos de autorregulación.

3. Introducción

Contar con un mercado de valores más profundo con mayor participación tanto de inversionistas como de emisores de valores, tiene como uno de sus pilares la idoneidad profesional de los agentes financieros que participan tanto en la negociación como en la asesoría sobre las inversiones que se pueden realizar en los mercados de valores. El conocimiento técnico y operativo sobre el mercado de renta variable es, sin duda, componente fundamental de esta responsabilidad profesional de los agentes financieros, de manera que esta guía de estudio busca contribuir en una preparación suficiente sobre este asunto.

Además de esta introducción (capítulo 3) y a los capítulos iniciales de presentación de la guía (capítulo 1) y recomendaciones para el día del examen de certificación (capítulo 2), de los capítulos cuatro al diecisiete, este documento de estudio aborda de manera exhaustiva asuntos técnicos y operativos relativos al mercado accionario colombiano, en particular haciendo referencia a los títulos de renta variable listados en la Bolsa de Valores de Colombia.

Los conceptos básicos acerca de las características que permiten definir qué son las acciones, así como sus principales tipologías son revisados en el capítulo 4. Incluso en este mismo capítulo se menciona la existencia de un mercado que desde Colombia permite negociar acciones internacionales (Mercado Global Colombiano). En el capítulo 5 se precisa la distinción entre los diferentes tipos de inversionistas que actúan en el mercado financiero nacional, siendo muy útil la información en cuanto las atribuciones de cada uno de ellos.

Posteriormente, en el capítulo 6 se realiza un primer acercamiento a la valoración de acciones al definir qué es el valor nominal, patrimonial, de mercado y los precios de referencia; conceptos fundamentales para la profundización realizada en el capítulo 10 de los métodos de valoración, fundamentales para tener una idea clara de si las acciones están caras o baratas en determinado momento. Para cerrar con la temática relacionada con el valor de las acciones, el capítulo 17 repasa los aspectos societarios y de gobierno corporativo.

En cuanto a los aspectos operativos propios del mercado accionario colombiano, el capítulo 8 incorpora los diferentes tipos de operaciones ya sea con el criterio de fecha de cumplimiento o con el criterio de contrapartes participantes en las operaciones. Adicionalmente, el capítulo 11 detalla los sistemas de negociación de acciones con sus diferentes sesiones y mecanismos de negociación, incluyendo tipos de órdenes. Por último, el capítulo 16 hace una rápida mención a los sistemas electrónicos de ruteo de órdenes (E-trading).

En aspectos relacionados a operaciones del mercado monetario que involucran acciones, el capítulo 12 aborda el funcionamiento y las características de las operaciones repo (ventas con pacto de recompra) sobre acciones, en tanto que el

capítulo 15 detalla el funcionamiento de las ventas en corto sobre acciones, sostenidas en operaciones de transferencia temporal de valores (TTV). Por otra parte, el capítulo 13 da cuenta de las condiciones de negociación que hacen parte del día a día del mercado accionario, mientras que el capítulo 14 se ocupa de las operaciones especiales, haciendo énfasis en las OPA (Ofertas Públicas de Adquisición).

Finalmente, cabe destacar cómo en el capítulo 9 se hace la descripción detallada de las metodologías de cálculo de los diversos índices del mercado accionario local que sirven de guía para el establecimiento de estrategias de inversión activas y pasivas sobre los títulos de renta variable operados en el país.

4. Introducción al mercado de acciones



Objetivos de aprendizaje

- Definir el concepto de acción.
- Entender el rol del mercado secundario de las acciones en la economía.
- Listar las características de los diferentes tipos de acciones.
- Describir los instrumentos globales de renta variable.
- Conocer las características del mercado global colombiano.

4.1. Conceptos generales sobre las acciones

De acuerdo con Dunham & Singal (2014), una acción es un título de valor que representa un porcentaje de propiedad en una compañía. Cuando un inversionista compra acciones, adquiere un porcentaje de propiedad de acuerdo con el número que adquiera. Es el tipo de inversión más común en los mercados de renta variable. El valor de la acción depende del desempeño de la compañía que la emitió.

Según el tipo de acción, el inversionista tiene ciertos derechos políticos como el de poder votar para la elección de miembros de la Junta directiva y participar en la Asamblea de accionistas para opinar sobre la estrategia y el desempeño de las directivas de la empresa. El derecho más importante para el accionista es el derecho económico que le da participación en las utilidades de la empresa, en forma de dividendos repartidos de acuerdo con los lineamientos que la Junta directiva de la empresa establezca. Si las perspectivas de la empresa a futuro son favorables, el inversionista puede obtener ganancias por concepto de valoración.

Una participación accionaria se puede negociar de manera privada o por medio de una sociedad comisionista de bolsa que actúa en el mercado secundario. Generalmente, las personas naturales adquieren las acciones en el mercado secundario donde se negocian después de una Oferta Pública Inicial de acciones (OPI) en el mercado primario. Cuando una compañía quiere emitir acciones lo hace por medio del mercado primario conformado por bancos de inversión bancos de inversión e inversionistas profesionales que negocian directamente con la empresa. Allí se adquieren los títulos y se entregan los recursos a la compañía a un valor previamente establecido por las partes. Los inversionistas del mercado primario los venden en el mercado secundario esperando una ganancia rápida y pueden esperar una valorización de la acción en el primer día de negociación. El mercado secundario es un mercado regulado donde diferentes inversionistas intercambian títulos valores después de su emisión en el mercado primario.

Cuando las compañías son de gran tamaño y deciden emitir acciones para que las negocie el público, generalmente las negocian en el mercado secundario (Dunham & Singal, 2014). En Colombia, la Bolsa de Valores administra y establece mecanismos y reglas para que los inversionistas puedan negociar los títulos.



Para recordar

¿Qué tipo de derecho le permite al accionista a participar en las utilidades de la empresa?

Derecho económico.

4.2. Funciones económicas de una acción

Las acciones que se cotizan en el mercado secundario (en el caso de Colombia en la Bolsa de Valores de Colombia) cumplen una serie de funciones económicas que tienen un impacto positivo en el desarrollo general de la economía.

La Bolsa de Barcelona sintetiza así las principales funciones económicas de una acción:

1. Actúa como un mecanismo eficiente de fijación de precio cuando su oferta y demanda se hacen por medio de un mercado secundario regulado.
2. Como instrumento financiero, canaliza el ahorro hacia la inversión a corto plazo (fines especulativos) o largo plazo (apreciación del valor de compra de la acción a través del tiempo).

3. Cuando se transa en mercados secundarios respalda la liquidez, es decir, las acciones se pueden convertir rápidamente a dinero y viceversa.

Adicionalmente, el precio de la acción de las compañías más representativas actúa como un termómetro de las expectativas económicas de una región o de un país. Un alza prolongada en el tiempo en los precios es un signo de que la economía, como un todo, se está fortaleciendo. Por lo contrario, caídas súbitas de precios pueden ser una señal de recesión económica u otros problemas coyunturales de tipo económico.



Para recordar

Al final del día el valor de la acción de la compañía XYZ es COP\$ 25.420. Esto es un ejemplo de que el valor de la acción actúa como un mecanismo de fijación de precios.

4.3. Concepto de rentabilidad de las acciones

4.3.1. Dividendo

De acuerdo con el CFA Institute, un dividendo es la parte de la utilidad neta de la empresa que recibe cada accionista. La Junta directiva de la compañía define el monto de las utilidades netas declaradas a repartir en dividendos. Sin embargo, no existe obligación legal de pagar dividendos y su pago puede estar limitado por el monto de deuda que adquiere una empresa o por las restricciones jurídicas o legales que tenga. La política de dividendos de una compañía da información al mercado sobre su futuro desempeño y el posible retorno de la inversión. No pagar dividendos cuando hay utilidades positivas no necesariamente quiere decir que la empresa tenga un mal desempeño financiero, sino que la Junta directiva tuvo razones para reinvertir las utilidades, por ejemplo, generar más crecimiento o fortalecer la posición financiera de la compañía ante futuras eventualidades.

Ejemplo 1

Una empresa reporta una utilidad neta de COP\$ 10 millones. El capital suscrito de la empresa está representado en 1.000 acciones ordinarias.

Si la empresa tiene como política repartir el 50% de las utilidades netas, ¿de cuánto es el dividendo por acción?

$$\begin{aligned}
 10.000.000 \times 50\% &= \$ 5.000.000 \\
 1.000 \text{ acciones:} \\
 \$ 5.000.000 / 1.000 &= \$ 5.000
 \end{aligned}$$

Respuesta: el dividendo por acción es de COP\$ 5.000.

4.3.2. Valorización

En las acciones, el concepto de valorización hace referencia a la capitalización del precio. Las acciones son los títulos valores que más riesgo conllevan ya que si la compañía que las emite se quiebra, pierden todo su valor. Por el contrario, si la compañía tiene buenos prospectos económicos y de crecimiento, estas expectativas se ven reflejadas en un incremento en el valor del título. Usualmente, la mayoría de los inversionistas en acciones comunes están más interesados en las ganancias por capitalización que por dividendos (Dunham & Singal, 2014).

Ejemplo 2

Un inversionista compró una acción de la empresa XYZ por un valor de COP\$ 5.000 el 1 de enero del año 2020 y la vendió el 31 de diciembre del año 2021 por COP\$ 7.000.

¿Cuál fue la ganancia en pesos y en rentabilidad porcentual de la inversión por capitalización?

Ganancia en pesos (precio a 31 de diciembre menos el precio a 1 de enero):

$$\$ 7.000 - \$ 5.000 = \$ 2.000$$

Porcentaje de la inversión: se divide la ganancia en pesos entre el monto de inversión:

$$((\$ 7.000 - \$ 5.000) / \$ 5.000) = 40\%$$

Respuesta: la ganancia es COP\$ 2.000 y la rentabilidad es 40%.

4.3.3. Derechos de suscripción

En Colombia, de acuerdo con lo establecido en el Artículo 384 del Código de Comercio, la suscripción de acciones se define como:



un contrato por el cual una persona se obliga a pagar un aporte a la sociedad de acuerdo con el reglamento respectivo y a someterse a sus estatutos. A su vez, la compañía se obliga a reconocerle la calidad de accionista y a entregarle el título correspondiente.

Así, el contrato de suscripción define las reglas de juego de emisión de acciones y todas las emisiones que se hagan posteriormente deben ser sujetas al reglamento establecido para tal fin por la Junta directiva de la compañía. El Artículo 386 establece que un reglamento de suscripción de acciones debe contener como mínimo la siguiente información:

- | | |
|----|--|
| 1. |  <p>La cantidad de acciones ofrecidas que no puede ser mayor a las acciones que se emitan. Si una empresa emite 1.000 acciones no puede ofrecer a los inversionistas más de 1.000.</p> |
| 2. |  <p>La cantidad de acciones que los inversionistas pueden comprar y la forma en la que deben inscribirse como accionistas, para la conformación de la Asamblea de accionistas.</p> |
| 3. |  <p>El tiempo de la oferta para que un inversionista compre acciones (no puede ser menor a 15 días ni superior a 3 meses).</p> |
| 4. |  <p>El precio al que se ofrecen las acciones a los primeros suscriptores, que no puede ser inferior al nominal o valor par. Si la compañía tiene un capital suscrito de COP\$ 1.000.000 representado en 1.000 acciones, el valor par es COP\$ 1.000, y ningún inversionista puede comprar esas acciones en la suscripción inicial por debajo de ese precio.</p> |
| 5. |  <p>El plazo para pagar el valor de las acciones y la forma en que se deben pagar (contado, plazo específico, cuotas, entre otros).</p> |

4.4. Acciones

Existen diversos tipos de acciones; la diferencia radica en los derechos políticos y económicos que dan a los accionistas. Las acciones nominativas corresponden

a la inscripción en el libro de accionistas como tenedor cuando un inversionista compra una acción y notifica a la empresa. Por lo contrario, cuando una acción es al portador, solo basta tener la propiedad física para acreditar tenencia y no es necesario inscribir el nombre del tenedor en el libro de accionistas de la empresa.

En Colombia, la ley permite ambas modalidades como está estipulado en el Artículo 377 de la Sección I del Código de Comercio, pero de acuerdo con lo estipulado en el Pacto Andino posteriormente, todas las acciones en Colombia deben ser nominativas.

Hay diferentes clases de acciones, ya sean nominativas o al portador.



Para recordar

En Colombia todas las acciones que cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, independientemente de su clase, son de tipo nominativo, por el Pacto Andino.

4.4.1. Acciones ordinarias

De acuerdo con Dunham & Singal (2014), las acciones ordinarias comunes o con derecho a voto son las más comunes a nivel global. A diferencia de un título de renta fija, las acciones no tienen fecha de vencimiento, es decir, tienen vida infinita.

Por otra parte, las acciones ordinarias dan al inversionista el derecho a votar en la Asamblea de accionistas según el porcentaje de acciones que posea. Igualmente, los inversionistas de acciones ordinarias tienen derecho a los flujos residuales de caja en la misma proporción que su porcentaje de propiedad representado en acciones (Dunham & Singal, 2014), entendiendo que es residual, porque es el flujo de caja después de que la empresa pague todas las obligaciones a terceros (impuestos, empleados, deuda con bancos, proveedores y otras) y cualquier otro tipo de acciones (privilegiadas, preferenciales, y sin dividendo). El tenedor de acciones ordinarias asume más riesgo en la inversión y es quien más puede ganar, comparando con cualquier otro título de inversión que emita la empresa, ya que el flujo residual de algunas compañías puede exceder significativamente lo que se le paga a terceros y a otros títulos de inversión emitidos por las compañías.



Para recordar

¿Qué tipo de acción da derecho sobre el excedente del flujo de caja una vez se hayan pagado todas las acreencias y tenedores de otro tipo de acciones?

Acciones ordinarias.

4.4.2. Acciones preferenciales

De acuerdo con Dunham & Singal (2014), el tenedor de las acciones preferenciales tiene derecho a un dividendo preferencial previamente establecido por la compañía que las emite, sin derecho a voto. A una persona que invierte en acciones preferenciales se le garantiza un pago determinado sobre el valor de la inversión de cada acción, en caso de haber utilidades positivas. Se llaman acciones preferenciales porque los poseedores de estas reciben los dividendos antes que los accionistas ordinarios y privilegiados. En caso de quiebra de la compañía, los accionistas preferentes tienen el derecho, en caso de liquidación de la empresa, a los flujos remanentes antes que los accionistas ordinarios y privilegiados. En Colombia, el Artículo 63 de la Ley 222 establece que el accionista preferente tiene derecho a voto solo en el caso que se haga una suscripción adicional que pueda desmejorar las condiciones o derechos fijados a los tenedores de dichas acciones.



Para recordar

En el caso que haya utilidades positivas de la empresa, a un inversionista le interesa un monto garantizado de dividendo. ¿Por qué tipo de acción debe optar?

Acción preferencial.

4.4.3. Acciones privilegiadas

La acción privilegiada, de acuerdo con el Artículo 381 del Código de Comercio, es un tipo de acción que le da a su tenedor un beneficio económico pre establecido aunque no necesariamente un dividendo predeterminado. Los privilegios económicos pueden ser:

1.



Derecho preferencial para el reembolso del valor invertido en caso de liquidación de la empresa.

2.



Derecho a una utilidad preferente que, en caso de no pago por parte de la empresa, puede ser acumulada hasta por un periodo de 5 años.

3.



Cualquier otra prerrogativa de carácter económico sobre las acciones ordinarias. Una acción privilegiada, a diferencia de la preferente, puede otorgar derechos políticos en la Asamblea de accionistas.

La acción privilegiada se asemeja a una acción preferente acumulativa ya que si no se pagan los dividendos establecidos en un año cualquiera, se acumulan para ser pagados en un máximo de cinco años. En algunos casos tienen cláusulas de conversión a acciones ordinarias después de un plazo predeterminado.



Para recordar

Una acción que da el derecho a un dividendo preferencial, pero también el derecho a voto es una acción privilegiada.

4.4.4. Acciones sin dividendo

En el caso colombiano, y de acuerdo con lo dispuesto en el Artículo 455 del Código de Comercio, la acciones sin dividendo tienen los mismos derechos que las acciones ordinarias. Si se tiene la aprobación del 80% de los miembros de la Asamblea de accionistas, puede hacerse un pago de dividendos en acciones adicionales de dicha compañía. Esas acciones recibidas como pagos en especie no pagan ningún dividendo a futuro según las condiciones de este tipo de emisión.

American Depository Receipts (ADR) y Global Depository Receipt (GDR)

De acuerdo con Bourgi (2017), los American Depository Receipts (ADR) son la manera que tienen los inversionistas estadounidenses para incursionar en un mercado por fuera de su país.

Un banco norteamericano abre una fiducia que tiene como activos las acciones de la compañía en que se desea invertir. Una vez las acciones se encuentran consignadas en la fiducia, el banco emite acciones para ser negociadas en una oferta pública inicial, y que así coticen en los mercados secundarios norteamericanos como el NASDAQ y el NYSE.

Generalmente, cuando las acciones son de bajo valor nominal en el país de origen, se hace una equivalencia: un ADR equivale a cierto número de acciones del mercado local. En el caso de Bancolombia, 1 ADR equivale a 4 acciones preferenciales en el mercado local.

A través de ADR el inversionista americano puede invertir en el mercado local colombiano, manteniendo el marco legal de Estados Unidos en caso de cualquier disputa accionaria. Igualmente, el inversionista en ADR también asume el riesgo por fluctuación en tasa de cambio, como por ejemplo en Colombia, las fluctuaciones de la TRM.

Por otra parte, el *Global Depository Receipt* (GDR) es un instrumento que tiene la misma mecánica del ADR, pero la compañía hace la fiducia con un banco de otro país para cotizar en otros mercados secundarios que no sean Estados Unidos. Por ejemplo, una compañía estadounidense que quiere cotizar en Europa establece una fiducia con cualquier banco de la Unión Europea y ese banco emite los GDR en los mercados primarios y secundarios de Europa. Es común que los GDR que cotizan en varios mercados secundarios alrededor del mundo se coticen en dólares.



Para recordar

Si una compañía de Estados Unidos decide cotizar en la bolsa de Frankfurt, el tipo de título que cotizaría en Alemania es un *Global Depository Receipt* (GDR).

4.4.5. Mercado Global Colombiano (MGC)

De acuerdo con la BVC (2018), el Mercado Global Colombiano (MGC) es el lugar de venta y compra de títulos de renta variable extranjeros por medio de la Bolsa de Valores de Colombia y sociedades comisionistas de bolsa afiliadas. Para participar en el MGC colombiano, el emisor extranjero deja las acciones que quiere cotizar en Colombia en las manos de un custodio internacional que a su vez le

da la custodia al Depósito Centralizado de Valores (DECEVAL) para su respectiva administración. Estos títulos, a su vez, se emiten en el mercado secundario y se negocian en pesos colombianos aplicando las reglas de este mercado. El propósito es darle acceso al inversionista colombiano a títulos de renta variable del exterior simplificando las transacciones internacionales que hay que hacer para tal fin.

De acuerdo con el boletín estadístico de la Bolsa de Valores de Colombia (2020d), a junio de 2020, de los 67 emisores inscritos, 65 emiten acciones ordinarias y privilegiadas y 2 solamente preferenciales. En el grupo de los 65, hay 9 emisores que también emiten acciones preferenciales. En el mercado global colombiano hay 3 emisores internacionales y 3 que negocian activamente como American Depository Receipts (ADR) en Estados Unidos.

4.5. Títulos de participación

De acuerdo con la Superfinanciera de Colombia (2014), a través de un título corporativo o de participación, un inversionista adquiere un derecho patrimonial sobre un activo que se encuentra bajo encargo fiduciario, a diferencia de los títulos de contenido crediticio que actúan como un préstamo o de un título mixto que pueden garantizar rentabilidad mínima o derechos de redención.

Los títulos de participación son muy parecidos a las acciones ordinarias, pero en su mayoría representan proyectos específicos y no compañías. En Colombia, los títulos de participación más comunes son los de carácter inmobiliario. Por ejemplo, si alguien quiere hacer un edificio de hotel que cuesta COP\$ 1.000.millones y no tiene el dinero, puede emitir 1.000 títulos de participación a COP\$ 1.000.000 cada uno, es decir, cada inversionista se vuelve dueño de parte del proyecto al comprar un título. Una vez se hace el edificio con el dinero de los inversionistas, estos comienzan a recibir réditos del alquiler del hotel a un operador. Los inversionistas también asumen el riesgo de que en caso que el edificio no se acabe, o no se rente, sus títulos pueden perder el valor.

4.5.1. Tipos de títulos de participación negociados en el mercado de renta variable

De acuerdo con la Circular Única del mercado electrónico operado por la BVC, a partir del 20 de enero de 2020 todos los títulos de participación pertenecientes a los fondos de inversión colectiva cerrados, fondos de capital privado, titularizaciones y patrimonios autónomos de fiducia deben ser negociados por medio del sistema de renta variable de la Bolsa de Valores de Colombia y están sujetos a normas más estrictas de revelación de información para dar mayor transparencia a este tipo de inversión.

Este tipo de inversiones ha tenido un crecimiento acelerado en los últimos años. El traslado al sistema de negociación de la Bolsa debe hacerse a más tardar el 10 de septiembre de 2020 para que los inversionistas de los diferentes títulos de participación cuenten con mayor transparencia en relación con los mecanismos de fijación de precios (BVC, 2020c).

5. Tipo de inversionista



Objetivos de aprendizaje

- Comprender las diferencias entre los tipos de inversionistas.
- Entender las funciones de los inversionistas en la economía.

5.1. Inversionista profesional

De acuerdo con la Cartilla de mercados de la Superintendencia Financiera de Colombia, para que un cliente sea categorizado como inversionista profesional debe acreditar al intermediario (generalmente una sociedad comisionista de bolsa) un patrimonio superior a 10.000 salarios mínimos mensuales legales vigentes (SMMLV) y al menos una de las siguientes condiciones:

1.



El portafolio del cliente debe ser superior a 5.000 SMMLV y haber realizado más de 15 operaciones de compra o venta en un periodo de 60 días calendario en los 2 años anteriores a la clasificación del cliente por parte del intermediario. El monto de las operaciones acreditadas debe ser igual o superior a 35.000 SMMLV.

2.



Estar certificado como operador por el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV).

3.



Ser una entidad financiera extranjera y de tipo multilateral.

4.



Estar vigilada por la Superfinanciera.

Aunque el inversionista esté categorizado como profesional, tiene el derecho de ser tratado por la sociedad comisionista de bolsa o el intermediario financiero que atienda sus necesidades como cliente inversionista y obtener los beneficios correspondientes, si así lo desea.



Para recordar

Un cliente que trabaja en la mesa de dinero de un banco y cuenta con la certificación de operador de la AMV, decide ir a una comisionista de bolsa X para invertir en el mercado de acciones.

¿Cómo lo categoriza la comisionista de bolsa?

Inversionista profesional.

5.2. Cliente inversionista

Es cliente inversionista quien no cumpla con las condiciones planteadas anteriormente. Todos los intermediarios del mercado de valores están obligados a brindarle asesoría sobre los riesgos explícitos de cada inversión a realizar para que decida hacerla o no. Adicionalmente, el cliente inversionista tiene el derecho a una explicación previa sobre todos los elementos relevantes en relación con una operación cualquiera dependiendo de su perfil de riesgo, que se determina previamente utilizando la información que el cliente inversionista provee al intermediario para tal fin (SFC, s.f.).



Para recordar

Un inversionista tiene un portafolio de 1.000 SMMLV.
¿Cómo lo categoriza la Bolsa?

Cliente inversionista.

6. Valor de las acciones



Objetivos de aprendizaje

- Comprender las principales categorías de valor económico de las acciones desde los puntos de vista financiero y contable.
- Entender la relación entre los conceptos de valor nominal, valor patrimonial y valor de mercado de una misma acción o empresa.

Muchas empresas del mundo, grandes o medianas, están organizadas como corporaciones o sociedades anónimas, lo que significa que la empresa es propiedad de varios accionistas con participación en el negocio. Cuando se establece una corporación, sus acciones pueden estar en manos de un grupo pequeño de inversionistas, pero, con el tiempo, si la empresa crece, se emiten nuevas acciones para reunir capital que salen a oferta pública en el mercado de capitales, de manera que la empresa se convierte en una compañía pública, es decir, con acciones listadas en bolsas de valores. No debe confundirse una empresa listada o pública, desde el punto de vista financiero con el carácter público u oficial de una corporación cuyo principal accionista es el Estado.

En Estados Unidos, la mayoría de las corporaciones son compañías públicas, mientras que en muchos países como Colombia es más común que las compañías grandes no tengan acciones listadas en los mercados de capitales (Brealey, Myers & Allen, 2010).

Entender el valor y el precio de una acción es fundamental para cualquier inversionista, en particular en el mercado de renta variable. Para esto, es necesario comprender los conceptos de valor nominal, patrimonial y de mercado de una acción.

6.1. Valor nominal

El valor nominal o de emisión, expresado en alguna unidad monetaria, hace referencia al cálculo resultante de dividir el capital social de una empresa entre el número de acciones emitidas por dicha empresa, donde el capital social corresponde al total de los aportes de los accionistas o socios al momento de su creación.

$$\text{Valor nominal por acción} = \frac{\text{Capital social}}{\# \text{ de acciones emitidas}}$$

Con base en la interpretación jurídica, para el caso colombiano, el valor nominal es el valor asignado a cada acción desde el momento de su constitución, y es el que ha de tenerse como punto de partida al momento de su enajenación, ya que no es posible fijar su precio de venta por debajo de este tope (Supersociedades, 1998).

6.2. Valor patrimonial

El valor teórico o patrimonial es una expresión contable en unidades monetarias que corresponde a la razón entre el patrimonio neto y las acciones de una empresa. A diferencia del valor nominal, este es variable con el paso del tiempo debido a cambios en el activo o en el pasivo de la empresa.

$$\text{Valor nominal por acción} = \frac{\text{Patrimonio neto}}{\# \text{ de acciones emitidas}}$$

Con base en la interpretación jurídica para el caso colombiano, el valor patrimonial es el que le corresponde a cada acción según la información que presente la contabilidad de la sociedad, es decir, el valor resultante de la diferencia entre los activos totales y el total del pasivo (Supersociedades, 1998).

6.3. Valor de mercado

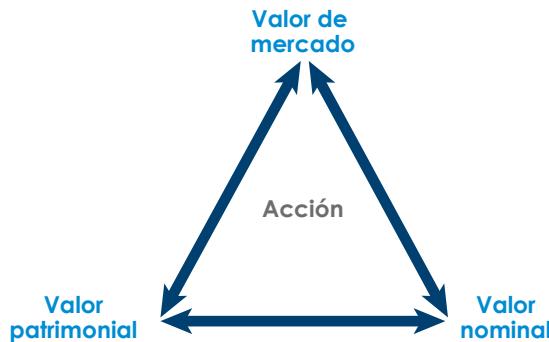
El valor de mercado o precio corresponde a la cotización de la acción en el mercado que refleja el valor presente que los inversionistas están dispuestos a pagar con base en las expectativas de rendimientos futuros de la inversión y de sus costos de oportunidad.

El precio es producto de la interacción de oferta y demanda por acciones de una corporación o compañía en la cual oferentes y demandantes intercambian diferentes asignaciones de valor a las mismas. Por esto es un valor variable en

función de las condiciones económicas, de las condiciones de mercado y de los costos de oportunidad de los diferentes inversionistas.

Por último, el valor de mercado de la empresa también se denomina capitalización bursátil y corresponde al precio de cotización por acción multiplicado por el número de acciones emitidas.

$$\text{Capitalización bursátil} = \text{precio por acción} \times \# \text{de acciones emitidas}$$



6.4. Precios de referencia

El precio de referencia es semejante al precio de mercado, bajo una perspectiva más técnica y aplicada al contexto bursátil colombiano. La BVC establece las reglas para la asignación del precio de una acción ante diferentes situaciones tales como:

- Inicio de cotización en bolsa
- Reactivación de las negociaciones de una acción ya inscrita
- Cierre de negociaciones del día
- Días no bursátiles
- Conversión de acciones privilegiadas a ordinarias
- Luego de negociaciones especiales tales como martillos.

Con este precio se establecen las rentabilidades de los portafolios y algunas políticas para restringir los diferentes riesgos asociados a operaciones en acciones. Dentro de las políticas de riesgo que afectan el precio de referencia están el establecimiento de rangos en la negociación del mercado de contado y el cálculo de garantías que respaldan operaciones de Repo, Transferencia Temporal de Valores (TTV) y derivados.

De acuerdo con la Circular Única de la BVC (2000) en su Artículo 3.3.1.3., el precio de referencia de los valores de renta variable inscritos en la Bolsa se calcula o determina así:

Caso 1. Acción que comienza a negociarse en la bolsa por primera vez: el precio de referencia es el valor patrimonial del último informe periódico que están obligados a suministrar los emisores a las bolsas de valores o, en su defecto, el valor patrimonial del último mes calendario, siempre que corresponda a una fecha posterior a la del informe periódico. Existe la posibilidad de que el emisor informe a la Bolsa que ha determinado un precio de referencia diferente, a partir de una valoración de su acción realizada con fundamento en criterios, procedimientos o métodos de reconocido valor técnico para la fijación de tal precio. Si se trata de una acción ofrecida en el mercado primario, el precio de referencia es el correspondiente al precio de colocación de la oferta primaria.

Caso 2. Acciones privilegiadas que se convierten en ordinarias: el precio de referencia con el que se parametrizan en el Sistema es el registrado para la acción privilegiada a partir del momento en que se extingan los privilegios, siempre y cuando la misma tenga idénticas características a la acción ordinaria y no tenga un precio de referencia previo.

Caso 3. Operaciones a través de martillo: cuando el precio de la acción correspondiente resulte inferior al último precio de referencia registrado, se toma como nuevo precio de referencia el precio promedio del martillo, en donde por lo menos una operación haya marcado precio.

Caso 4. Cancelación de valores listados en el Mercado Global Colombiano: cuando se inscribe un valor en el RNVE y posteriormente en la Bolsa, y se cancela un valor extranjero listado en el Mercado Global Colombiano, el precio de referencia para el primer día de negociación en el mercado local es el de cierre de la rueda del Mercado Global Colombiano del día inmediatamente anterior.

7. Estado de las acciones



Objetivos de aprendizaje

- Conocer los posibles estados de las acciones en Colombia.
- Conocer las posibilidades de negociación de las acciones en sus diferentes estados.
- Conocer la razón de ser de la suspensión de las acciones o índices.

7.1. Acción activa

La acción activa es aquella que puede negociarse libremente de acuerdo con las características de la rueda a la que pertenezca según su bursatilidad y que ha tenido negociaciones en los últimos 30 días, al menos una por un monto superior a las 23.000 UVR que marque precio en el mercado.

7.2. Acción inactiva

La acción inactiva, al igual que la activa, puede negociarse pero pasa a ser inactiva cuando en los últimos 30 días no han tenido operaciones que marquen precio (operaciones cuyo monto sea mayor a 23.000 UVR). Entonces, cuando exista un posible calce sobre la especie inactiva, se desata una subasta de volatilidad en el sistema de negociación (Master Trader), por lo que no se da un calce automático como sí ocurre con las especies activas.

7.3. Acción suspendida

La acción suspendida es la especie que no se encuentra disponible para negociar. La suspensión se da para proteger los intereses de todos los inversionistas ante situaciones inesperadas que impacten considerablemente el precio del activo o del Índice de mercado (COLCAP), o por anuncios corporativos que obliguen a que la especie se suspenda mientras trascurre un proceso específico o se aclara una noticia o situación que genere dicha volatilidad. Se realiza con el fin que los inversionistas independientemente de su perfil o nivel de conocimiento, tengan el tiempo suficiente para asimilar la noticia, proceso o evento que esté ocurriendo con el activo y tomen decisiones conscientes e informadas.

Cuando una especie se encuentra suspendida tampoco pueden realizarse sobre ella nuevas operaciones de Transferencia Temporal de Valores (TTV), excepto cuando la suspensión se da por el anuncio de una Oferta Pública de Adquisición (OPA), democratización, martillo, fusión, Split, escisión u otro evento corporativo que genere una orden de suspensión por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia.

En el Artículo 3.4.3.3 . del Reglamento del mercado de renta variable se establece que las suspensiones pueden darse en una especie puntual o en todo el mercado. Con el propósito de proteger el mercado ante una caída del 10% del índice COLCAP, se suspende la rueda por 30 minutos. Si luego de reactivada la rueda vuelve a caer un 5%, se suspende de manera definitiva hasta el día hábil bursátil siguiente.

Así mismo, el presidente de la rueda de negociación puede suspenderla, según el Artículo 3.8.1. de la Circular Única de la BVC (2020), cuando:

Gráfica 1
Causales de Suspensión de las Sesiones de Mercado



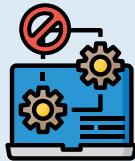
Varias sociedades comisionistas activas comuniquen que tienen problemas para acceder al sistema, o por circunstancias que dificulten el ingreso, modificación o eliminación de órdenes o la participación en las sesiones de mercado.



Por causas del sistema, una o más sociedades comisionistas activas informen que se produjo el calce o registro de operaciones cuyas condiciones no corresponden a las ingresadas por las partes al sistema (errores por motivos ajenos a la operación).



La Superintendencia Financiera de Colombia lo solicite.

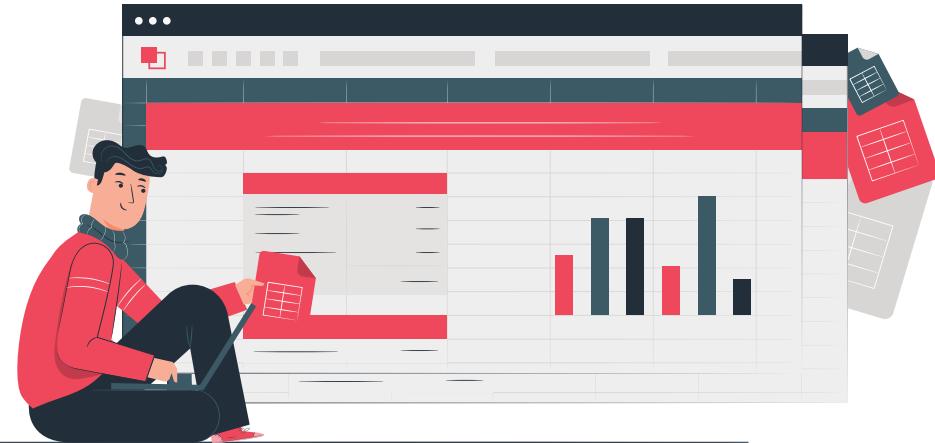


Pueda afectarse el curso normal del proceso en cualquiera de las sesiones de negociación del sistema.

Fuente: Circular Única Bolsa de Valores de Colombia

Esta medida de suspensión debe informarse al mismo tiempo a las sociedades comisionistas de bolsa, al Autorregulador del Mercado de Valores (AMV), a la Superintendencia Financiera de Colombia y al público en general.

8. Tipos de operaciones



Objetivos de aprendizaje

- Identificar los tipos de operaciones existentes en el mercado accionario colombiano así como sus criterios de clasificación.
- Entender las características de las operaciones clasificadas por tipo de calce y sus diferencias.
- Conocer la funcionalidad de operaciones del mercado monetario permitidas en el mercado accionario colombiano como Repos y TTV.

El Artículo 3.2.1.3.1.1. del Reglamento general de la BVC establece los tipos de operaciones permitidas en el mercado de renta variable colombiano. Por una parte, se clasifican por las modalidades de operación que pueden celebrar las sociedades comisionistas:

1. Compra venta de valores de renta variable de contado
2. Operaciones de Reporto o Repo
3. Operaciones simultáneas
4. Operaciones de TTV (BVC, 2020a).

Por otra parte, se clasifican según el calce de operaciones en el Sistema, ya sea que una sola sociedad comisionista participe en ambos lados de la operación o sean dos las sociedades comisionistas como contrapartes, operaciones que se denominan, respectivamente, cruzadas y convenidas.

Adicionalmente, aquellas operaciones celebradas en el sistema en virtud de un preacuerdo que ha cumplido con los requisitos y condiciones establecidas en el Reglamento general de la BVC para su ejecución pueden identificarse como operaciones preacordadas si resultan calzadas entre las contrapartes involucradas en el acuerdo previo (BVC, 2020a).

Se entiende por Sistema el conjunto de herramientas técnicas, tecnológicas, de comunicaciones y operativas, así como las actividades, reglas y agentes comprendidos dentro de los sistemas de negociación, de compensación y liquidación de operaciones administrados por la Bolsa, de acuerdo con la Ley como establece la BVC (2020a).

8.1. Operaciones de contado

Las negociaciones en acciones se dividen en dos momentos: el primero es la celebración de la operación en el sistema transaccional y el segundo corresponde al cumplimiento de la operación, cuando se realiza el intercambio de dinero y acciones.

En el caso del mercado colombiano, para definir si una operación es de contado o a plazo, se toma en cuenta la fecha de cumplimiento de la operación que por la regulación vigente ocurre en $t+2$, es decir que los participantes cuentan con tres días hábiles para cumplir con el compromiso pactado en el momento de cie-rre o realización de la operación. Estas operaciones se denominan operaciones de contado o spot.

Todas las operaciones de contado deben ser cumplidas en $t+2$, siendo t el día de celebración de la operación en el sistema, hasta las 4:30 p.m., sin perjuicio de la posibilidad de anticipar el cumplimiento de las operaciones. Sin embargo, las operaciones de contado sobre BOCEAS deben ser cumplidas en $t+0$, hasta las 7:00 p.m. (BVC, 2020).

Puede solicitarse el cumplimiento extemporáneo de las operaciones de contado que vayan a compensarse y liquidarse en el sistema, antes del vencimiento del plazo inicialmente pactado para su cumplimiento, sujeto al pago de una suma de dinero a favor del afiliado (sociedad comisionista de bolsa) que autoriza el cumplimiento extemporáneo siempre que se cumplan las siguientes condiciones (BVC, 2020b):

- El cumplimiento extemporáneo de la operación solo puede ser solicitado por una única vez.
- La fecha de cumplimiento extemporáneo de la operación en ningún caso puede ser mayor a $t+2$, salvo que el plazo inicial esté pactado en $t+2$, evento en el cual el cumplimiento extemporáneo no puede ser mayor a $t+3$.

- Debe existir autorización expresa por parte del otro participante en la operación. Para las operaciones en las que el afiliado (sociedad comisionista de bolsa) actúe por cuenta de terceros se entiende que la autorización corresponde a los comitentes (clientes).
- Solo procede si la operación en el momento de la solicitud no ha sido aceptada por el sistema de compensación y liquidación.
- La solicitud debe hacerse a más tardar el mismo día del cumplimiento de la operación y en todo caso antes del cierre del cumplimiento.

8.2. Operaciones de Reporto o Repo

Las operaciones de Reporto, Repo o de venta con pacto de recompra hacen parte de las operaciones del mercado monetario. Si un inversionista poseedor de un portafolio de instrumentos financieros requiere liquidez de manera temporal, puede solicitar esta operación a un prestamista que quiera ofrecerla, a cambio de un beneficio económico (interés) utilizando como garantía títulos valores.

En las operaciones de Reporto o Repo una parte denominada enajenante o vendedor transfiere la propiedad a la otra, denominada adquirente o comprador, sobre valores de renta variable inscritos en Bolsa, a cambio del pago de una suma de dinero, denominado monto inicial. A su vez, el adquirente se compromete a transferir al enajenante valores de la misma especie y características a cambio del pago de una suma de dinero denominado monto final, en la misma fecha o en una fecha posterior previamente acordada (BVC, 2020a).

Tabla 1
Participantes de la operación de Repo

REPO PARTE PASIVA	REPO PARTE ACTIVA
 <p>Vende temporalmente unas acciones y tiene el compromiso de comprarlas nuevamente en una fecha posterior a un precio establecido desde el principio</p> <p>Enajenante</p>	 <p>Compra temporalmente unas acciones y tiene el compromiso de venderlas nuevamente en una fecha posterior a un precio establecido desde el principio</p> <p>Adquirente</p>

Una operación de Repo está conformada por dos operaciones: la operación inicial cuyo plazo siempre será *t+0* (misma fecha de cumplimiento y celebración de la operación) y la segunda denominada operación de regreso o de recompra

cuyo plazo puede ser establecido entre $t+1$ y $t+365$ días corridos, contados a partir de la fecha de celebración de la operación que debe corresponder a un día hábil bursátil (BVC, 2020a). Las operaciones de Repo pueden ser objeto de anticipo de conformidad con lo establecido en el Reglamento de la Bolsa.



Diagrama 1. Estructura de una operación de Repo sobre acciones

Las operaciones de Repo que se celebren en el sistema se compensan y liquidan en una Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) habilitada por la BVC, sistemas que están interconectados. Su compensación y liquidación se rigen por el reglamento y demás normas de la respectiva cámara, incluido lo relativo al régimen de garantías aplicable a estas operaciones (BVC, 2020a).

Para determinar los valores de renta variable objeto de operaciones de Repo se estiman los riesgos de liquidez y de mercado de las acciones a través del análisis de variables discriminantes (volumen, promedio diario de negociación, dispersión de este volumen y frecuencia de marcación de precio) y estimación de los parámetros de medición que determinan diferentes niveles de liquidez. Para tal fin, los valores se clasifican en los grupos A, B, C, D y E, conformados por los valores que se comportan con similares condiciones de liquidez, donde A agrupa las especies con mayor liquidez y E las de menor liquidez (BVC, 2020a).

A continuación, se presentan las definiciones de las variables discriminantes y sus parámetros de medición:

- **Volumen promedio diario de negociación:** corresponde al valor en pesos que transó el valor, en este caso una acción, en el último trimestre calendario, anterior a la fecha de corte de la información, dividido en el número de ruedas de negociación del último trimestre calendario. El parámetro de medición corresponde al mínimo volumen promedio diario de negociación en un trimestre que es exigido para pertenecer a un grupo de liquidez. Este valor se define según una calibración que se realiza periódicamente.
- **Dispersión del volumen:** permite diferenciar especies que presentan un volumen de negociación uniforme en la mayor parte de los días del trimestre, de aquellas cuyo volumen se genera en unos pocos días de negociación. Corresponde al porcentaje de su distribución en rangos establecidos para la

clasificación en cada grupo, en el último trimestre calendario. Estos rangos de volumen promedio diario transado se establecen teniendo en cuenta los niveles del mercado observados para un periodo de tiempo analizado. Los parámetros de medición corresponden a los porcentajes de participación del volumen de negociación en los rangos definidos para pertenecer a un grupo de liquidez y a los rangos para la distribución del volumen que se determinan periódicamente cada vez que se realice la calibración.

- **Frecuencia de marcación de precio:** representa el porcentaje de ruedas de negociación en las que el valor o acción marcó precio en el último trimestre calendario, anterior a la fecha de corte de la información. El parámetro de medición corresponde al porcentaje de días exigido con marcación de precio del valor en el trimestre, el cual se define en la calibración que se realiza periódicamente.

En cuanto a la publicación de los grupos de liquidez de los valores objeto de operaciones de Repo, la información base para el cálculo de los criterios se toma con corte al último día hábil de cada trimestre calendario (diciembre, marzo, junio y septiembre). La clasificación se realiza los días 14 de los meses de enero, abril, julio y octubre y está vigente trimestralmente a partir del día 15 de los mismos meses. Entre tanto, según el Artículo 3.2.1.3.3.3. del Reglamento general de la BVC, esta efectúa una calibración anual de los parámetros de medición (BVC, 2020a).

Para los valores clasificados en los grupos A, B, C, D y E, respecto de los cuales se pueden celebrar operaciones de Repo, se debe tener en cuenta que sobre el precio de referencia de los valores objeto de la operación se aplica un porcentaje de castigo o *haircut*, definido y publicado por la CRCC (BVC, 2020).

El *haircut* o porcentaje de castigo sobre las operaciones de Repo utilizado para la determinación del importe efectivo del flujo de salida de una operación de Repo se calcula para todos los activos a partir de la siguiente fórmula:

$$\text{Haircut} = (1 - 0,75 \text{ Fluctuación total}) \times \text{Fluctuación total}$$

$$+ 0,75 \text{ Fluctuación total}$$

donde

fluctuación total: diversas medidas de volatilidad de cada activo financiero susceptible de Repo, calculadas por la CRCC.

La CRCC establece que el valor de la garantía por posición está determinado por el parámetro de fluctuación, el número de escenarios en los cuales se subdivide el análisis de dicha fluctuación y las compensaciones entre posiciones contrarias en operaciones de Repo.

La CRCC actualiza este parámetro de manera mensual, informa a la BVC durante los primeros 5 días hábiles de cada mes, las publica a través de Boletín informativo durante los 5 días hábiles siguientes. Después de ese proceso, entra en vigencia el día 15 del mes en curso. Si ese día no es hábil, entra en vigencia a partir del día hábil siguiente (CRCC, 2020).

El valor o acción que resulte elegible para ser objeto de operaciones de Repo se constituye como garantía básica de la operación, de manera que se transfiere en propiedad a favor del adquirente de la operación inicial y siempre queda inmovilizado en su cuenta hasta la fecha de cumplimiento de la operación de recompra. Dicha inmovilización se hace a título de garantía por cuenta del afiliado adquirente en la operación inicial. El administrador verifica diariamente que el valor de mercado del valor objeto de la operación sea suficiente, de tal forma que siempre cubra la totalidad del precio de la recompra. En caso de no ser suficiente, el administrador solicita al afiliado enajenante en la operación inicial los ajustes en las garantías a que haya lugar, requiriendo la constitución de la respectiva garantía de variación (BVC, 2020b).

En una operación de Repo, el enajenante inicial debe ajustar las garantías cuando exista una diferencia positiva entre el valor final con margen de la operación y el valor de mercado de la especie objeto de la operación, ambos calculados para la fecha en que se realiza el cálculo de la garantía (BVC, 2020b).

La garantía de variación que debe constituir el enajenante corresponde a:

$$\text{Garantía de variación} = \text{Máximo} (0; (VF - VM))$$

donde

VF: valor final con margen de la operación de Repo

VM: valor de mercado de la especie objeto de la operación para la fecha que se realiza el cálculo de la garantía.

$$VM = \text{Precio de mercado} \times \text{Cantidad de valores objeto de la operación}$$

El precio de mercado del valor es informado por el proveedor de precios seleccionado por la BVC:

$$VF = VR(1 - \%C)$$

donde

VR: valor de recompra de la operación para la fecha en que se realiza el cálculo de la garantía

%C: porcentaje de castigo asignado a la especie objeto de la operación.

Finalmente, algunas restricciones o limitaciones de las operaciones de Repo son:

- Si un valor de renta variable es elegible pero el monto total en Repos sobre dicho valor supera el monto equivalente a 40 veces su promedio de negociación diario durante el último trimestre inmediatamente anterior al corte analizado, el mismo no puede ser objeto de nuevas operaciones de Repo (BVC, 2020a).
- No se permite la realización de nuevas operaciones de Repo sobre acciones que superen el límite del 25%, correspondiente a la relación entre el número de acciones que hayan sido objeto de operaciones de Repo y el flotante de la respectiva especie.
- La BVC puede suspender la negociación de operaciones de Repo sobre un valor cuando la volatilidad del precio del valor es superior al 40% o cuando se presenten condiciones de riesgo que así lo ameriten.
- No se permite la realización de nuevas operaciones de Repo cuando la negociación del valor (acción) se encuentre suspendida, excepto en eventos corporativos derivados del desarrollo de operaciones especiales (OPA, martilllos, readquisición de acciones, privatización o democratización) y eventos corporativos del emisor (fusión, escisión y Split).
- El enajenante inicial conserva los derechos políticos y económicos derivados de los valores objeto de la operación como dividendos ordinarios y extraordinarios, derechos de suscripción, derechos a inspeccionar los libros y papeles sociales y a deliberar y votar en la Asamblea de accionistas. Así mismo, el enajenante inicial mantiene el derecho a reembolso de aportes si durante el plazo de la operación, tuviere lugar un *Split*, una escisión o una reducción del capital suscrito.

8.3. Transferencia Temporal de Valores (TTV)

Las operaciones de Transferencia Temporal de Valores (TTV) son operaciones del mercado monetario mediante las cuales pueden prestarse o pedirse prestadas acciones de manera temporal, teniendo como garantía títulos o efectivo. Es una manera adicional de obtener rentabilidad sobre las acciones que se tienen en un portafolio y aprovechar diferentes oportunidades que el mercado ofrece. La rentabilidad proviene del pago de un interés a cambio del préstamo de las acciones.

Normativamente, la TTV se refiere a operaciones en las que una parte denominada originador, transfiere la propiedad de los valores objeto de la operación a la otra (préstamo de acciones), denominada receptor, con la obligación a cargo del

receptor de retransferir valores (acciones) de la misma especie y características en una fecha posterior. El receptor asume el pago de una contraprestación en dinero (intereses) definida por las partes, la cual se calcula aplicando al valor de la operación una tasa efectiva anual base 360 o 365 al momento de celebrar la operación. Las operaciones TTV pueden ser objeto de anticipo (BVC, 2020a).

Una operación TTV está conformada por dos operaciones:



El plazo para las operaciones TTV corresponde al lapso entre la fecha de cumplimiento de la operación inicial y la fecha de cumplimiento de la operación de regreso, ambas en día hábil. Para la operación inicial el plazo puede pactarse en la misma fecha de celebración de la operación y hasta 3 días más, mientras que para la operación de regreso puede pactarse a partir del día hábil siguiente al cumplimiento de la operación inicial y máximo hasta 365 días corridos, contados desde la fecha de celebración de la operación. En todo caso, debe entenderse que las operaciones que componen la operación TTV y los actos de constitución y liberación de garantías corresponden a una sola operación entre las partes contratantes (BVC, 2020a).

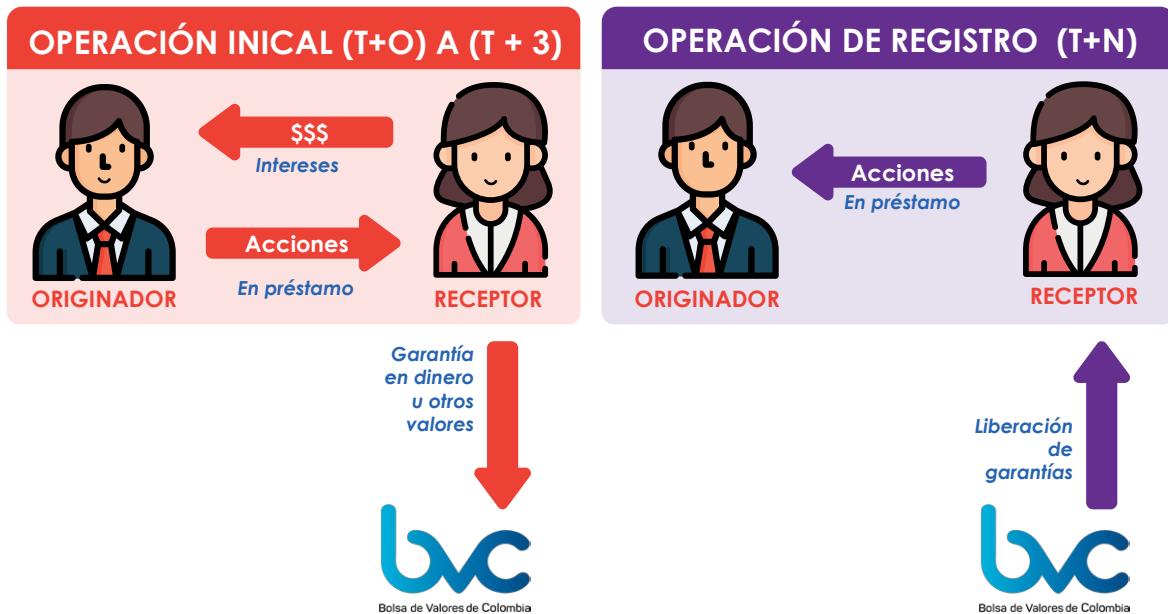


Diagrama 2. Estructura de una operación TTV sobre acciones

Son garantías admisibles en las operaciones TTV:

1. Dinero en efectivo colocado a través de la cuenta única de depósito del Banco de la República.
2. Acciones clasificadas en los grupos A, B y C de acuerdo con la metodología establecida para definir los títulos objeto de Repo.
3. Títulos de deuda pública TES .

Solamente está permitida la constitución, el ajuste o la sustitución de garantías en valores de la misma especie del valor objeto de la operación TTV, en el caso de valores de renta variable clasificados en los grupos A, B y C. Por último, la Sociedad Comisionista de Bolsa con rol de receptor es la única responsable ante la BVC por la constitución y ajuste de las garantías, así como de la sustitución y liberación de las mismas, independientemente de que actúe en posición propia, como administrador de fondos de inversión colectiva o portafolios de terceros, o en contrato de comisión (BVC, 2020a).

Por la celebración de cada operación TTV, deben constituirse dos tipos de garantía por parte de la Sociedad Comisionista de Bolsa receptor, que sumadas conforman la garantía total, así:

1. Garantía básica correspondiente al valor de celebración de la operación más el porcentaje de cobertura asignado a dicho valor.
2. Garantía de variación que equivale a la diferencia positiva entre el valor de mercado de la especie objeto de la operación calculado para la fecha en que se realiza el cálculo de la garantía y el valor de celebración de la operación (BVC, 2020a).

La BVC verifica diariamente que la operación esté suficientemente respaldada validando que las garantías sean siempre de valor igual o mayor al de los valores objeto de la operación TTV, teniendo en cuenta los porcentajes de cobertura de conformidad con lo previsto en el Reglamento de la BVC y, en caso de no ser suficiente, solicita al receptor el ajuste correspondiente (BVC, 2020a). La fórmula para el cálculo de la garantía de variación es la siguiente:

$$\text{Garantía de variación} = [(VM) \times (\% \text{ de cobertura})] - [(VC) \times (\% \text{ de cobertura})]$$

donde

VM o valor de mercado:

$$VM = \text{Precio de mercado} \times \text{Cantidad de valores objeto de la operación.}$$

tomando el precio de mercado para la fecha en que se realiza el cálculo de la garantía, informado por el proveedor de precios seleccionado por la BVC;

VC o valor de celebración de la operación:

$$VC = \text{Precio de referencia del valor objeto de la operación} \\ \times \text{Cantidad de valores objeto de la operación}$$

tomando el precio de referencia al momento de celebrar la misma, por la cantidad de valores objeto de la operación.

% cobertura: porcentaje de cobertura aplicado a la operación (BVC, 2020a).

Los porcentajes de cobertura se calculan de acuerdo con tres criterios: la metodología de clasificación de los valores de renta variable en grupos A, B, C, D y E; la clasificación de instrumentos por continuo y por subasta, y su naturaleza jurídica.

Los grupos A, B, C, D y E están conformados por los valores que se comportan con similares condiciones de liquidez, donde A agrupa las especies con mayor liquidez y E las de menor liquidez (BVC, 2020a).

Tabla 2
Porcentajes de cobertura para los valores según su clasificación

Tipo de valores	Sesión	Porcentaje de cobertura	Observaciones
Valores que forman parte de los grupos A, B, C, D, E		Porcentaje de volatilidad del precio asignado a cada valor más el 100%	
Valores que NO forman parte de los grupos A, B, C, D, E	Negociados por continuo	Porcentaje mínimo de volatilidad del precio de 50% más el 100%	
	NO negociados por continuo	Porcentaje superior hasta un máximo del 200%, asignado por la BVC	Especie con volatilidad de precio superior al 50%
		Porcentaje de volatilidad del precio de 100% más el 100%	
		Porcentaje superior hasta un máximo del 200%, asignado por la BVC	Especie con volatilidad de precio superior al 50%

La estimación de la volatilidad del precio de los valores se realiza sobre una base de datos del precio de cada valor para un periodo de tiempo no menor a 5 años, cuando exista información, y se calcula a partir de las variaciones a 3 días del precio del valor; luego, sobre las 100 mayores variaciones, se determina el percentil 99 que es igual a la volatilidad del precio del valor (BVC, 2020a).

Finalmente, algunas restricciones o limitaciones de las operaciones TTV son:

- No se permite la celebración de nuevas operaciones TTV cuando la negociación del valor o acción se encuentre suspendida, excepto en eventos corporativos derivados del desarrollo de operaciones especiales (OPA, martillos, readquisición de acciones, privatización o democratización) y eventos corporativos del emisor (fusión, escisión y Split).

- Si durante la vigencia de la operación los valores objeto de la misma pagan dividendos estos pertenecen sin excepción al originador si le correspondían los derechos.
- Si durante el plazo de la operación TTV tiene lugar un *Split*, una escisión o una reducción del capital suscrito con el correspondiente reembolso de aportes por parte del emisor de los valores que son objeto de la operación, los nuevos valores o el derecho a recibir estos aportes corresponden al originador.
- La BVC no permite la realización de nuevas operaciones TTV sobre las acciones que superen el límite del 50% correspondiente a la relación entre el número de acciones que hayan sido objeto de operaciones TTV y el flotante de la respectiva especie.

8.4. Operaciones preacordadas o de acuerdo previo

Las operaciones preacordadas o de acuerdo previo son operaciones de compraventa de valores celebradas en el sistema, en las cuales el comprador y el vendedor acuerdan previamente los elementos esenciales de la operación y, posteriormente, ingresan sus órdenes en el sistema a través de una sociedad comisionista con la intención de concretar la operación en el mismo, bajo las reglas, controles y metodologías de negociación definidos por la Bolsa (BVC, 2020a,).

No se considera que se obstaculice la libre concurrencia y la interferencia de otros participantes, si se acuerdan previamente los elementos esenciales de una operación sobre acciones o BOCEAS, siempre que se informen por escrito a la BVC todas las condiciones del acuerdo previo tales como especie, cantidad, precio, fecha de celebración, fecha y hora de ejecución, con la antelación prevista en la normatividad vigente. Una vez recibida la información completa de las condiciones del acuerdo previo, la BVC procede a publicar la información a través de Boletín informativo, de su página web y cualquier otro mecanismo que considere procedente utilizar para facilitar la difusión de la información (BVC, 2020a).

Por otra parte, las órdenes correspondientes a operaciones de previo acuerdo están sujetas a los rangos o controles de precio aplicables a la respectiva especie. Finalmente, en el caso de preacuerdo de operaciones entre un mismo beneficiario real, debe proporcionarse la información a la BVC con la antelación que las normas vigentes determinen para este tipo de operaciones. Así mismo, debe remitirse la carta de la Superintendencia Financiera de Colombia que acredita tal condición a más tardar el día hábil anterior a la realización de la operación pues sin dicha comunicación no puede ejecutarse la operación en el sistema (BVC, 2020).

La información de los acuerdos previos u operaciones preacordadas se hace para que los inversionistas interesados y el público en general a través de las sociedades comisionistas, participen en las sesiones de mercado mediante el ingreso de órdenes compatibles e identificables en el sistema, en la fecha en la cual se pretende celebrar la operación por las partes involucradas. Por lo tanto, no es posible garantizar el calce de la operación en el sistema a las partes involucradas en una operación de acuerdo previo (BVC, 2020a).

Las órdenes que se ingresen para ejecutar operaciones preacordadas deben ser marcadas al momento de su ingreso como preacordadas y pueden ingresarse en los siguientes horarios:

- a.  **1/2 hora**
Para instrumentos por continuo y del Mercado Global Colombiano únicamente deben ser ingresadas durante la primera media hora de la sesión de negociación de mercado abierto con control de precios, de la fecha establecida para su realización.
- b.  **d/m/a**
Para instrumentos por subasta únicamente se ingresan durante la sesión de negociación de subasta de apertura, de la fecha establecida para su realización (BVC, 2020).

8.5. Operaciones cruzadas

Operación cruzada es toda aquella operación celebrada en el sistema, en la cual una misma SCB resulta compradora y vendedora (BVC, 2020a). Un operador que actúe por cuenta de terceros puede agredir una punta ingresada en el mercado por él mismo o por otro operador de la misma firma comisionista y llegar así a un calce. También podría caracterizarse como una operación entre clientes de una misma SCB.

 **Restricciones a las operaciones cruzadas**



FIC



→



APT



→



SCB

Con el objetivo de darle transparencia al mercado y protegerlo de prácticas indebidas, existen restricciones a las operaciones cruzadas. No pueden realizarse operaciones cruzadas entre puntas ingresadas por operadores de posición propia, con operadores de la posición de fondos de inversión colectiva (FIC) o de portafolios de terceros (APT), administrados por la misma SCB .

En estos casos, para las sesiones del mercado abierto el sistema rechaza el cruce y adjudica la operación a la siguiente punta que tenga las mismas condiciones de negociación y no tenga conflicto de interés. En el caso en que las órdenes tengan cantidad remanente, el sistema las elimina automáticamente, pues no se permite que dos órdenes compatibles que tienen restricción para generar calce queden expuestas al mismo tiempo.

En el caso de las sesiones de negociación por subasta, el sistema rechaza el ingreso de órdenes de compra y venta por parte de una misma sociedad comisionista que sean compatibles en posición propia y en posición de FIC o APT.

8.6. Operaciones convenidas

Operación convenida es toda aquella operación celebrada en el sistema, en la cual actúan como comprador y vendedor sociedades comisionistas de bolsa diferentes (BVC 2020a). Cuando alguien agrede la punta de otro puesto de bolsa o es agredido por otra firma comisionista, la operación se considera convenida y opera sin las restricciones propias de las operaciones cruzadas.

9. Índices



Objetivos de aprendizaje

- Comprender la utilidad y el uso de los índices del mercado accionario colombiano.
- Comprender las metodologías de cálculo, la periodicidad de difusión y las entidades encargadas de producir los índices del mercado accionario en Colombia.

La diversidad de instrumentos financieros disponibles en cada mercado a nivel global, para los mercados de acciones y para los diferentes tipos de activos como bonos, monedas y *commodities*, sumada a la necesidad de diversificación de los inversionistas, hace dispendiosa y costosa, en tiempo y dinero, la conformación de portafolios de inversión y sus rebalanceos. Como respuesta a esta problemática desde 1884 se han diseñado índices para resumir en un solo número o indicador el comportamiento de los diferentes mercados financieros o de algunos de sus componentes.

9.1. Descripción de los índices

Los índices son mediciones de la evolución de un mercado en función del comportamiento de las cotizaciones de los títulos más representativos. Están conformados por conjuntos o canastas de instrumentos financieros como acciones o bonos y buscan capturar el cambio de precio en los mismos. Por lo tanto, funcionan para medir el rendimiento de estas canastas de activos durante diversos períodos (BVC, 2018).

Los índices bursátiles son utilizados por los inversionistas como referencia sobre el desempeño (rentabilidad y riesgo) de un mercado general, de un sector o segmento del mercado como base para la inversión pasiva a través de Exchange Traded Funds (ETF) o fondos bursátiles, diseñados para seguir índices específicos como es el caso del ICOLCAP en Colombia.

Tabla 3
Características deseables de los índices de mercado

Característica	Descripción
Completos	Deben reflejar el universo de posibilidades de inversión disponibles para el mercado, sector o segmento considerado.
Replicables	Deben permitir a los inversionistas la posibilidad de construir un portafolio con la totalidad o parte de los activos que componen el índice.
Eficientes	Bajos costos de transacción y menores cambios en la composición de los índices durante los rebalanceos.
Transparentes	La metodología de cálculo debe ser de conocimiento público con reglas claras y objetivas que permitan anticipar cambios en su composición.

El modelo de generación de índices de la BVC define familias de índices basadas en metodologías generales que permiten, a partir de características específicas, la creación de nuevos índices. Actualmente, existen tres grandes familias de índices:

1. COLEQTY para el mercado de renta variable
2. COLTES para el mercado de renta fija
3. COLIBR para el mercado monetario.

La familia de índices de capitalización COLEQTY, creada en 2013, provee una serie de referencias del mercado accionario colombiano. La familia se compone por un conjunto de índices establecidos según la liquidez de las acciones y el tamaño de los emisores, entre otras características generales (BVC, 2018). A diferencia de este, los otros dos no aplican para el mercado de renta variable.

9.2. Criterios de la composición de la canasta

Como los índices de mercados financieros son conjuntos o canastas de instrumentos representativos de un tipo de activo específico, se convierten en un portafolio hipotético de un segmento del mercado. Por lo tanto, cualquier índice proviene del comportamiento de los precios de los activos que lo componen. La clave es entender la metodología de selección de dichos activos o instrumentos, en particular el criterio de asignación de ponderaciones, que afectan el valor y los rendimientos de los índices. Existe una amplia variedad de criterios de ponderación de los títulos en las canastas que conforman los índices que pueden resumirse en dos: el tamaño de las emisiones medido por la capitalización bursátil y la bursatilidad o liquidez de los títulos.

El éxito de un índice reside en su capacidad de ser replicado por los inversionistas, de manera que la liquidez de los activos que componen las canastas es un aspecto relevante. Así mismo, el tamaño relativo de los activos es crucial, sobre todo para los inversionistas institucionales y, por esto, el criterio de capitalización bursátil también es relevante, aunque en mercados de alta capitalización también es posible utilizar índices equiponderados.

Por último, es importante tener en cuenta la periodicidad de rebalanceo de los índices porque tiene efectos importantes en los instrumentos que cambian de ponderación significativamente, o que ingresan o salen de las canastas que componen los índices en cada fecha de rebalanceo.

La función de selección para la familia de índices de capitalización COLEQTY es la medida de liquidez que usa la BVC para determinar las acciones que componen las canastas de los índices y está compuesta por tres variables: volumen, rotación y frecuencia. Como establece la BVC (2018b), se calcula de la siguiente forma:

$$F(S_i) = 15\%(F_i) + 5\%(R_i) + 80\%(V_i)$$

donde

i : cada acción seleccionable

F_i : frecuencia normalizada de cada acción seleccionable

R_i : rotación normalizada de cada acción seleccionable

V_i : volumen normalizado de cada acción seleccionable.

A continuación, se muestran las fórmulas para el cálculo de los tres componentes de los índices accionarios donde solo se tienen en cuenta las operaciones de contado del mercado secundario.

$$Frecuencia = \left[\frac{\# \text{ de ruedas en las que se negoció la acción}}{\# \text{ de ruedas realizadas en el periodo}} \right] \times 100$$

La frecuencia corresponde a la proporción del total de ruedas realizadas en los últimos 90 días calendario, contados desde la fecha de corte de información inclusive, en las cuales se realizó por lo menos una operación de contado de la acción, sin importar que marque precio o no.

$$Rotación = \sum_{i=1}^{180} \left[\frac{\# \text{ de acciones negociadas el día } i}{\# \text{ de acciones en circulación vigentes el día } i} \right]$$

La rotación corresponde a la relación entre el número de acciones negociadas de una especie sobre sus acciones en circulación. Esta relación se calcula para los últimos 180 días calendario, contados desde la fecha de corte de información inclusive.

$$Volumen = \sum_{i=1}^{360} \text{Monto en dinero negociado el día } i$$

El volumen corresponde al monto en dinero total negociado sobre una acción en los últimos 360 días calendario, contados desde la fecha de corte de información inclusive (BVC, 2018b).

9.2.1. COLEQTY

El COLEQTY es un índice general compuesto por las 40 acciones con mejor función de selección de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), donde la participación de cada acción dentro del índice es determinada por el flotante (capitalización ajustada), esto es, la proporción de la compañía, diferente de lo que se encuentra en manos de inversionistas con interés de control, de cada una de las especies, como establece la BVC (2018b).

El valor del índice COLEQTY corresponde a la siguiente fórmula:

$$COLEQTY(t) = E \sum_{i=1}^n W_i P_i(t)$$

donde

W_i : ponderador o peso de la acción i en el índice

P_i : precio de la acción en el momento t

E : factor de enlace que permite dar continuidad al valor del índice luego de rebalanceos o recomposiciones de la canasta

n : número de acciones en la canasta.

El valor base del índice COLEQTY fue de 1.000 puntos correspondiente a la sesión del 4 de junio de 2013. Se fundamenta en la selección de las 40 acciones con mayor valor de la función de selección. El ponderador de cada acción corresponde al flotante de cada compañía, equivalente al número de acciones de la compañía en poder de inversionistas sin poder de control, expresado en miles de millones de acciones.

La participación máxima por acción en la canasta del COLEQTY es de 10% y cuando los cálculos de participación son mayores a 10%, el remanente se distribuye a prorrata entre los demás componentes del índice, siempre y cuando tengan una participación inferior al 10%. La información del flotante de cada acción es suministrada por DECEVAL (BVC, 2018b).

El cálculo del flotante para los emisores nacionales corresponde a la suma de las acciones en poder de inversionistas institucionales, las acciones en poder de inversionistas con participación inferior al 1% y las acciones que hacen parte de los denominados programas de ADR nivel II y III. Las acciones en poder de inversionistas institucionales corresponden a la suma de los saldos de los fondos de pensiones, las aseguradoras y las sociedades administradoras de inversión. Para los emisores extranjeros corresponde a la razón entre el número de acciones negociadas en Colombia y la suma de las acciones negociadas en Colombia más las acciones negociadas en el mercado principal (BVC, 2018b).

9.2.2. COLCAP

LA BVC estableció que el COLCAP es un índice de capitalización que refleja las variaciones de los precios de las acciones más líquidas de la Bolsa de Valores de Colombia. La participación de cada acción en el índice está determinada por el correspondiente valor de la capitalización bursátil ajustada, esto es, el flotante de la compañía multiplicado por el último precio.

El valor del índice COLCAP corresponde a la siguiente fórmula:

$$COLCAP(t) = E \sum_{i=1}^n W_i P_i(t)$$

donde

W_i : ponderador o peso de la acción i en el índice

P_i : precio de la acción en el momento t

E : factor de enlace que permite dar continuidad al valor del índice luego de rebalanceos o recomposiciones de la canasta

n : número de acciones en la canasta.

El valor base del índice COLCAP fue de 1.000 puntos correspondiente a la sesión del 15 de enero de 2008. Está compuesto por las acciones con función de selección superior o igual a la función de selección de la primera acción del emisor número 20, ordenadas de mayor a menor. El ponderador de cada acción corresponde al flotante de cada compañía, equivalente al número de acciones de la compañía en poder de inversionistas sin poder de control, expresado en miles de millones de acciones.

Así mismo, la BVC (2018a) determinó que la participación máxima por acción en la canasta del COLCAP es de 20%. Cuando los cálculos de participación son mayores a 20%, el remanente se distribuye a prorrata entre los demás componentes del índice, siempre y cuando tengan una participación inferior al 20%. La canasta del COLCAP tiene vigencia de un año, pero tiene rebalanceos trimestrales.

La recomposición del índice consiste en la selección de las acciones que conforman la canasta de acciones del índice durante el siguiente año y se realiza el último día hábil de octubre para una vigencia entre el primer día hábil de noviembre del mismo año y el último día hábil de octubre del año siguiente. En el proceso de recomposición se determina, igualmente, la participación en el índice de cada acción seleccionada para el siguiente trimestre.

9.2.3. COLSC

El COLSC o índice *Small Cap Colombia*, según la BVC (2018a) es un índice compuesto por las 15 acciones de las empresas más pequeñas en capitalización bursátil que hacen parte del COLEQTY, donde la participación de cada acción dentro del índice es determinada por el flotante de cada una de las especies. El valor base del índice COLSC fue de 1.000 puntos correspondiente a la sesión del 4 de junio de 2013.

El valor del índice COLSC corresponde a la siguiente fórmula:

$$COLSC(t) = E \sum_{i=1}^n W_i P_i(t)$$

donde

Wi: ponderador o peso de la acción *i* en el índice

Pi: precio de la acción en el momento *t*

E: factor de enlace que permite dar continuidad al valor del índice luego de rebalanceos o recomposiciones de la canasta

n: número de acciones en la canasta.

La participación máxima por acción en la canasta del COLSC es de 15% y cuando los cálculos de participación son mayores a 15%, el remanente se distribuye a prorrata entre los demás componentes del índice, siempre y cuando tengan una participación inferior al 14%. La canasta del COLSC tiene vigencia semestral. La recomposición del índice consiste en la selección de las acciones que conforman la canasta de acciones del índice durante el siguiente semestre y se realiza el último día hábil de enero y julio para vigencia durante los siguientes seis meses.

9.2.4. COLIR

El COLIR o índice de reconocimiento IR hace parte de la familia de índices COLE-QTY. Está compuesto por las acciones de las empresas que cuentan con el reconocimiento de emisores otorgado por la Bolsa de Valores de Colombia a los emisores que certifiquen el cumplimiento de mejores prácticas en materia de relación con los inversionistas y revelación de información a ellos y al mercado en general. Es importante señalar que ese reconocimiento no implica certificación sobre la bondad de los valores inscritos ni sobre la solvencia del emisor (BVC, 2018d).

El valor del índice COLIR corresponde a la siguiente fórmula:

$$COLIR(t) = E \sum_{i=1}^n W_i P_i(t)$$

donde

W_i: ponderador o peso de la acción *i* en el índice

P_i: precio de la acción en el momento *t*

E: factor de enlace que permite dar continuidad al valor del índice luego de rebalanceos o recomposiciones de la canasta

n: número de acciones en la canasta.

El valor base del índice COLIR fue de 1.000 puntos correspondiente a la sesión del 30 de agosto de 2013. El número de acciones que lo componen varía según la cantidad de empresas que cuenten con el reconocimiento IR. La recomposición

del índice consiste en la selección de las acciones que conforman la canasta de acciones del índice durante el siguiente trimestre y se realiza 4 veces al año, el último día hábil de enero, abril, julio y octubre para vigencia durante los siguientes tres meses.

La participación máxima por acción en la canasta del COLIR es de 10%. Cuando los cálculos de participación son mayores a 10%, el remanente se distribuye a prorrata entre los demás componentes del índice, siempre y cuando tengan una participación inferior al 10%.

Tabla 4
Principales características de los índices accionarios en Colombia

	No. de acciones en la canasta	Fechas de rebalanceo / recomposición	Vigencia de la canasta	Publicación de la canasta	Participación máxima de una acción
COLEQTY	40	Último día hábil de enero, abril, julio y octubre	Trimestral con base en la recomposición así: de febrero a abril, de mayo a julio, de agosto a octubre y de noviembre a enero	Definitiva: día hábil anterior a su entrada en vigencia Informativa: 7 días calendario antes de la publicación de la canasta definitiva	10%
COLCAP	Mínimo 20 acciones de 20 emisores diferentes	Último día hábil de enero, abril, julio y octubre	Trimestral: de febrero a abril, de mayo a julio, de agosto a octubre más la recomposición anual de noviembre a octubre	Definitiva: día hábil anterior a su entrada en vigencia Informativa: 7 días calendario antes de la publicación de la canasta definitiva	20%
COLSC	15	Último día hábil de enero y julio	Semestral con base en la recomposición así: de agosto a enero y de febrero a julio	Definitiva: día hábil anterior a su entrada en vigencia Informativa: 7 días calendario antes de la publicación de la canasta definitiva	15%
COLIR	Sin restricción	Último día hábil de enero, abril, julio y octubre	Trimestral con base en la recomposición así: de febrero a abril, de mayo a julio, de agosto a octubre y de noviembre a enero	Definitiva: día hábil anterior a su entrada en vigencia Informativa: 7 días calendario antes de la publicación de la canasta definitiva	10%

Este material es propiedad de AMV, es de consulta gratuita y se encuentra prohibida su venta y uso para fines comerciales

10. Métodos de valoración



Objetivos de aprendizaje

- Conocer y comprender las principales metodologías de valoración de activos utilizadas para el mercado de renta variable en la literatura financiera.
- Entender cómo los indicadores asociados a las metodologías de valoración propuestas buscan descubrir oportunidades de inversión con base en desalineaciones de los precios de las acciones con respecto a su valor intrínseco.
- Determinar e interpretar los principales conceptos e indicadores, asociados con el análisis fundamental, como la información relacionada con las perspectivas de rentabilidad actual y futura de una compañía para evaluar su precio justo, a partir del valor intrínseco.

En el libro *Investments* de 2011, Bodie, Kane & Marcus señalan que la metodología de flujo de caja descontado es la más popular para evaluar el valor de una firma como negocio en marcha. Parten de observar que un inversionista en el mercado de acciones espera una rentabilidad que está compuesta por los dividendos y las ganancias o pérdidas de capital futuras. Esta metodología incorpora varios modelos como el de descuento de dividendos con crecimiento constante, el de descuento de dividendos con crecimiento multietápico y el de flujo de caja libre descontado.

Por otra parte, la metodología de valoración por múltiplos permite evaluar si una empresa en particular o si un mercado (índice accionario de un país) está costoso

o económico frente a sus comparables o frente a su historia, en determinado momento, a partir de comparaciones entre empresas de un mismo sector.

De esta forma, y desde el punto de vista del análisis fundamental, es posible decidir si el precio de mercado de la acción genera oportunidades de inversión porque se encuentra subvalorada o, por el contrario, señala que es momento para venderla porque se encuentra sobrevalorada.

10.1. Valoración por flujos de efectivo descontados y sus componentes

Cuando un inversionista compra acciones como parte de su portafolio espera recibir dividendos y ganancias de capital. De esos dos componentes proviene la rentabilidad de invertir en acciones (Brealey, Myers & Allen, 2010). Esta condición puede resumirse en la siguiente ecuación:

$$\text{rendimiento esperado} = r = \frac{DIV_1 + P_1 - P_0}{P_0}$$

donde

DIV_1 : dividendo del siguiente periodo

P_1 : precio del siguiente periodo

P_0 : precio inicial o actual

$(P_1 - P_0)$: revalorización de la acción (ganancia o pérdida de capital).

Como el dividendo y el precio del siguiente periodo son desconocidos, hay que partir de pronósticos de estas dos variables que, en muchos casos, pueden ser publicados por parte de analistas financieros especializados con amplio conocimiento de la actividad de las empresas cuyas acciones están listadas o se cotizan en las bolsas de valores. En consecuencia, es posible estimar el precio de una acción en el presente a partir de los pronósticos de dividendos y precios futuros, de la siguiente forma:

$$\text{Precio} = P_0 = \frac{DIV_1 + P_1}{1 + k}$$

El denominador de la expresión anterior incluye una tasa de interés, k , a la cual se traen a valor presente o se descuentan tanto el valor del dividendo como del precio futuro (del próximo periodo). Así, además de los pronósticos de precio y dividendo, se requiere conocer la tasa de descuento. Es posible incorporar infinitos períodos hacia adelante y descontarlos o, lo que es lo mismo, traerlos a valor presente para estimar el precio de una acción.

Ejemplo 3

Si el consenso de inversionistas espera un dividendo de COP\$ 150 por acción el próximo año y, además tiene una expectativa de vender la acción dentro de un año en COP\$ 2.500, a partir de un precio de mercado de COP\$ 2.300 por acción en la actualidad.

¿Cuál es el rendimiento esperado en un año?

$$r = \frac{\$150 + \$2.500 - \$2.300}{\$2.300} = 15,2\%$$

Respuesta: el rendimiento es 15,2%.

Ejemplo 4

Si al caso del ejemplo 3 se le agrega una tasa de descuento k de 3% anual, se obtiene un precio estimado, en valor presente, así:

$$P_0 = \frac{\$150 + \$2.500}{1 + 0,05} = \$2.573$$

El precio esperado o estimado a partir de la metodología de flujo de caja descontado puede entenderse como el valor intrínseco de la acción definido como el valor presente de todos los flujos de caja que recibe el inversionista, incluyendo los dividendos y los ingresos provenientes de la venta de la acción, descontados a una tasa de interés ajustada por el riesgo de inversiones comparables (Bodie, Kane & Marcus, 2011).

Si el valor intrínseco o precio estimado de una acción, con la metodología de flujo de caja descontado, excede el precio de mercado se considera que la acción está subvalorada y es una buena inversión. Si por el contrario, se encuentra por debajo, se considera que la acción está sobrevalorada y no es una buena inversión.

Esta primera aproximación de la metodología de valoración de acciones por flujo de caja descontado se denomina modelo de descuento de dividendos. Presenta varios desafíos como estimar la tasa de crecimiento de los dividendos en cada periodo, el valor terminal o el precio de la acción en el periodo en que se va a vender, que también depende de los flujos de dividendos en ese momento.

Por lo anterior, se han desarrollado modelos que establecen las tasas de crecimiento de los dividendos, como el modelo de Gordon, que utiliza una tasa de crecimiento constante de los dividendos o los modelos de crecimiento multietápicos o

con tasa de crecimiento variable, dependiendo de la fase del ciclo de vida de la empresa. No obstante, estos modelos tienen limitaciones cuando las acciones no pagan dividendos o cuando la tasa de crecimiento de los dividendos es mayor a la tasa de retorno requerida. Adicionalmente, no tienen en cuenta la estructura de capital de la empresa.

Para superar las limitaciones de los modelos de descuentos de dividendos, la metodología de flujo de caja descontado también ha incorporado modelos de valoración por flujo de caja libre que parten de la estructura de capital de la empresa, sin olvidar que la tasa de descuento debe ser una tasa de interés ajustada por riesgo. Este tipo de modelos analiza la capacidad de generación de riqueza por parte de la empresa hacia los accionistas, medida en términos de los flujos de efectivo futuros.

La combinación del financiamiento a través de deuda y de capital se conoce como estructura de capital de una empresa, de manera que cuando una corporación o compañía emite títulos de deuda y de capital (acciones), la corriente de flujos de efectivo se divide en dos, una relativamente segura que va a los tenedores de deuda y otra más riesgosa que va a los accionistas (Brealey, Myers & Allen, 2010).

10.1.1. Cálculo de la tasa de descuento

Brealey, Myers y Allen (2010) también señalan que la tasa de descuento utilizada en los modelos de descuento de dividendos corresponde a la tasa de capitalización de mercado o costo de capital propio, denominaciones que le otorga la literatura financiera al costo de oportunidad del capital y que puede entenderse como la rentabilidad esperada de otras alternativas (pueden ser otros títulos valores) que tienen un nivel de riesgo similar, es decir, una tasa de interés ajustada por un riesgo comparable.

Esta tasa de descuento también se conoce como la tasa de retorno requerida. Una forma de estimar dicha tasa es acudir al Capital Asset Pricing Model (CAPM) que establece que cuando los precios del mercado de acciones están en equilibrio, la tasa de retorno que los inversionistas esperan obtener sobre la acción es:

$$k = r_f + \beta [E(r_M) - r_f]$$

donde

r_f : tasa libre de riesgo

$E(r_M)$: rentabilidad esperada del mercado de acciones

$\beta[E(r_M) - r_f]$: prima de riesgo de la acción individual (Bodie, Kane & Marcus, 2011).

Adicionalmente, el coeficiente β es una medida de la magnitud del movimiento conjunto del retorno de la acción individual y el retorno del portafolio de mercado, este último medido, generalmente, por algún índice de referencia.



Para recordar

Un inversionista puede tomar como referencia de tasa libre de riesgo la rentabilidad de un bono de deuda pública a un año debido a que, en la mayoría de las economías, la deuda pública es un activo prácticamente sin riesgo de crédito pues el Estado, a través del banco central, tiene la potestad de emitir dinero para pagar las deudas, aun en eventos de crisis. Adicionalmente, es una alternativa de inversión de bajo riesgo no solo de crédito sino de mercado por ser un título de corto plazo.

Si una tasa libre de riesgo $r_f = 3\%$ que los analistas de mercado consideran que la rentabilidad esperada para el mercado accionario a un año es $E(r_M) = 10\%$ y que, de una publicación especializada se ha llegado a la conclusión de que el coeficiente β de la acción de la empresa XYZ es igual a 0,80, la tasa de retorno requerida k corresponde a:

$$k = 0,03 + 0,80 [0,10 - 0,03] = 8,6\%$$

Por otra parte, una tasa de descuento utilizada para los modelos de flujo de caja libre descontado (flujo de caja disponible, neto de los gastos de capital) puede ser el costo promedio ponderado del capital o WACC, por sus siglas en inglés, que se utiliza para estimar el valor intrínseco de la firma, después de impuestos y de restarle el valor de la deuda (Bodie, Kane y Marcus, 2011).

$$WACC = r_A = \left(\frac{D}{D+E} \times r_D \right) + \left(\frac{E}{D+E} \times r_E \right)$$

donde

r_D : costo esperado de la deuda

r_E : rendimiento esperado del capital

D : nivel de endeudamiento

E : nivel de capital.

Así, el WACC corresponde al costo de capital compañía o al costo promedio ponderado del capital y es equivalente al rendimiento global esperado de los activos r_A (Brealey, Myers & Allen, 2010).

Al reordenar esta expresión se obtiene, entonces, el rendimiento esperado del capital, así:

$$r_E = r_A + (r_A - r_D) \frac{D}{E}$$

Una de las complicaciones prácticas del costo promedio ponderado del capital es que el interés que paga una empresa por el endeudamiento se puede deducir de su ingreso gravable. En consecuencia, el costo de la deuda después de impuestos se puede expresar como

$$r_D \times (1 - T_c)$$

donde

T_c : tasa marginal corporativa de impuestos (Brealey, Myers & Allen, 2010).

Por lo tanto, el WACC después de impuestos es:

$$WACC \text{ después de impuestos} = \left(\frac{D}{D+E} \times r_D \times [(1 - T_c)] \right) + \left(\frac{E}{D+E} \times r_E \right)$$

Ejemplo 5

Una empresa tiene el siguiente balance:

ACTIVO	PASIVO Y PATRIMONIO
Valor de Activos = 200	Valor de la Deuda (D) = 60 Valor del Patrimonio (E) = 140
Total Activo = 200	Total Pasivo + Patrimonio = 200

Si el costo de la deuda r_D es 7,0%, el costo del capital o patrimonio r_E es 14% y la tasa marginal de impuesto de esta compañía T_c es 30%, ¿cuál es el costo promedio ponderado del capital después de impuestos para esta empresa?

$$\begin{aligned}
 WACC \text{ después de impuestos} &= \left(\frac{60}{60 + 140} \times 0,07 \times 0,70 \right) + \left(\frac{140}{60 + 140} \times 0,14 \right) \\
 &= 11,3\%
 \end{aligned}$$

Respuesta: el costo promedio ponderado del capital después de impuestos es 11,3%.

10.1.2. Cálculo de flujos de efectivo

Con la fórmula de valor presente y utilizando iteraciones para incorporar más períodos, es posible generalizar la expresión P_o y descontar incluso infinitos períodos de la siguiente forma:

$$P_o = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DIV_t}{(1+k)^t}$$

donde

t : número de períodos u horizonte de flujos.

Esto ocurre porque en la medida en que el horizonte (períodos futuros) se hace más lejano, el valor presente del precio futuro disminuye, al tiempo que el valor presente de la corriente de dividendos se incrementa. Así, cuando el número de períodos utilizados tiende a infinito es posible eliminar el precio o valor terminal de la acción sin afectar el valor presente (Brealey, Myers & Allen, 2010).

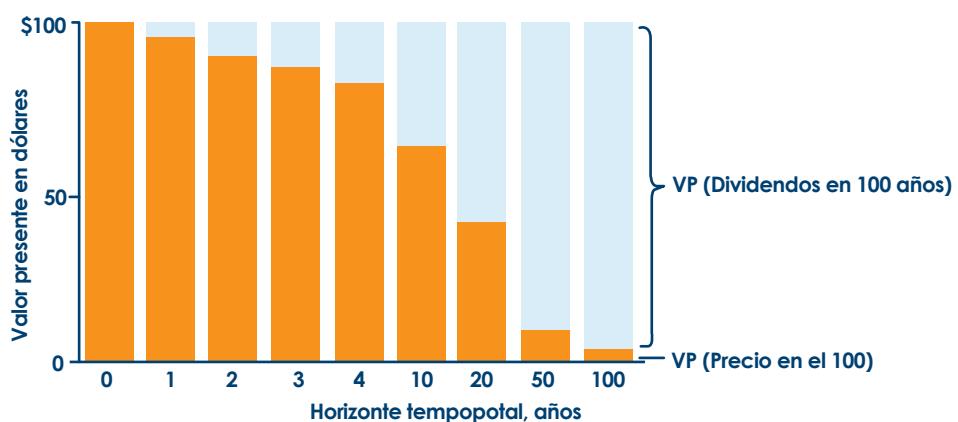


Gráfico 1. Aporte de los dividendos y el precio terminal al valor presente
Tomado de Brealey, Myers & Allen, 2010

En conclusión, el valor intrínseco de una acción, bajo el modelo de descuento de dividendos, es equivalente a la serie de dividendos o flujo de efectivo descontado a la tasa de capitalización de mercado.

Por otra parte, en los modelos de flujo de caja libre descontado, se puede partir del flujo de caja libre para la firma o para el accionista. El flujo de caja libre para la empresa (FCFF, por sus siglas en inglés), que incluye el flujo de caja tanto para los tenedores de acciones como tenedores de deuda, se entiende como el flujo de caja después de impuestos generado por las operaciones de la empresa, neto de inversiones de capital y neto de capital de trabajo (Bodie, Kane & Marcus, 2011). Se calcula de la siguiente forma:

$$FCFF = EBIT (1-t_c) + \text{Depreciación} - \text{gastos de capital} - \text{inversión en activos fijos}$$

donde

EBIT: utilidades antes de intereses e impuestos

t_c : tasa de impuestos corporativa.

Posteriormente, para calcular el valor intrínseco estimado de la empresa se descontua tanto el flujo de caja libre de la empresa como el valor terminal utilizando el WACC como tasa de descuento.

$$\text{Valor de la empresa} = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{V_t}{(1 + WACC)^T}$$

donde

$$V_t = \frac{FCFF_{t+1}}{WACC - g}$$

En la siguiente sección se explica en detalle el cálculo o estimación del valor terminal.

En conclusión, el valor intrínseco de la empresa dividido por el número de acciones, bajo el modelo de flujo de caja libre descontado, es equivalente a la suma del valor presente de los flujos de caja libre hasta el horizonte de tiempo t (número de años) y el valor terminal, ambos descontados con el WACC o costo promedio ponderado del capital.

Ejemplo 6

Un inversionista cuenta con la siguiente información de una empresa (en millones de dólares):

		Proyección						
	Año 0 o más reciente	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7
1. Depreciación	3,3	9,9	10,6	11,3	11,8	12,3	12,7	13,1
2. Utilidad después de impuestos	11,2	8,7	9,0	9,6	9,7	10,0	10,1	10,0
3. Inversión en activos fijos	11,0	14,6	15,5	16,6	15,0	15,6	16,2	15,9
4. Inversión en capital de trabajo	1,0	0,5	0,8	0,9	0,5	0,6	0,6	0,4
FCFF = 2 + 1 - 4 - 3	2,5	3,5	3,2	3,4	5,9	6,1	6,0	6,8
Valor presente del FCFF, años 1 a 6	20,3							
Valor presente del Valor Terminal	67,6					Valor Terminal	113,4	
Valor presente de la empresa	87,9							

Tomado de Brealey, Myers & Allen, 2010

Además, tiene un costo promedio ponderado del capital, WACC, de 9,0% y una tasa de crecimiento de largo plazo, g , de 3%. En consecuencia, la suma del valor presente en el año 0 de los flujos de caja libre, FCFF, del año 1 al 6 es de US\$ 20,3 millones; mientras que el valor presente del valor terminal en el año 0 es US\$ 67,6 millones; y la suma de estos dos componentes da como resultado un valor presente de la empresa en el año 0 de US\$ 87,9 millones.

10.1.3. Valor terminal

Tanto los modelos de descuento de dividendos como los modelos de flujo de caja libre utilizan un valor terminal para evitar adicionar los valores presentes de una suma infinita de flujos de caja. Este valor presente puede ser simplemente el resultado de una perpetuidad con crecimiento constante, como en el modelo de Gordon, o puede ser función de un múltiplo del EBITDA, el valor en libros, las utilidades o el flujo de caja libre. Lo más importante es que las estimaciones del valor intrínseco de una empresa dependen considerablemente de su valor terminal (Bodie, Kane & Marcus, 2011).

Cuando se utiliza el valor presente de una perpetuidad para estimar el valor terminal se supone que el flujo de caja libre o el dividendo del último año dentro del horizonte de flujos predeterminado en el análisis de valoración crece a una tasa constante por infinitos períodos. De esta forma, el cálculo del valor terminal en el modelo de Gordon o de dividendos con crecimiento constante es:

$$V_t = \frac{DIV_{t+1}}{k - g}$$

donde

$$g = ROE \times b$$

ROE: retorno del capital

b: razón de retención de ganancias o la proporción del pago por dividendos reinvertidos en la empresa.

Entre tanto, el valor terminal del modelo de flujos de caja libre descontados está dado por:

$$V_t = \frac{FCFF_{t+1}}{WACC - g}$$

donde

g: tasa de crecimiento de largo plazo de la economía, teniendo en cuenta que en el largo plazo ninguna empresa puede crecer a una tasa mayor que la economía agregada (Bodie, Kane & Marcus, 2011).

Ejemplo 7

A partir del ejemplo 6 de la sección 10.1.2., el costo promedio ponderado del capital, WACC, es 9,0% y la tasa de crecimiento de largo plazo, g , es 3%, para un flujo de caja libre de US\$ 6.8 millones para el último año proyectado ($FCFF_{t+1}$), entonces:

$$V_T = \frac{\$ 6,8 \text{ millones}}{(0,09-0,03)} = \$ 113,4 \text{ millones}$$

Otra forma de calcular el valor terminal es utilizar algunos múltiplos. Por ejemplo, la relación precio-ganancia o, lo que es lo mismo, precio-utilidad (P/E por sus siglas en inglés) puede usarse como un factor constante de crecimiento de las utilidades a partir del año t , así:

$$V_t = \frac{1}{(1 + WACC)^T} [(P/E) \times E_T]$$

donde

(P/E) : relación precio utilidad

E_T : utilidad del periodo o año t .

En reemplazo de la utilidad del último periodo de proyección del flujo de caja libre, puede usarse el EBIT o el EBITDA promedio.

Ejemplo 8

Una empresa tiene una relación precio-utilidad, P/E, de 14, un costo promedio ponderado del capital, WACC, de 9% y una utilidad de US\$ 15,4 millones en el año $t=7$.

¿Cuál es el valor terminal de la compañía estimado?

$$V_t = \frac{1}{(1 + 0,09)^7} [14 \times \$ 15,4 \text{ millones}] = \$ 117,9 \text{ millones}$$

10.2. Valoración por múltiplos comparables

La valoración por múltiplos o valoración relativa es una metodología comparativa que, a partir de contrastar algunas razones o variables obtenidas de los estados financieros de las empresas de un mismo sector, suponiendo que son comparables, permite tener una idea clara de si el valor de una empresa está acorde con el valor

de compañías similares (valor relativo). En general, un múltiplo es una razón matemática que compara dos indicadores de la situación financiera de una empresa.

Su uso es, probablemente, más amplio que la valoración por la metodología de flujo de caja descontado por varias razones:

1. Incorpora menos supuestos explícitos mientras que la información se consigue más rápidamente.
2. Sus resultados son más fáciles de entender para público no especializado.
3. Es mucho más probable reflejar el estado actual del mercado al medirse por un valor relativo y no por un valor intrínseco.

Sin embargo, esta metodología también tiene debilidades como la presencia de valores extremos cuando el grupo de empresas comparables está sobrevalorado o subvalorado en momentos de euforia o crisis; también es vulnerable a las manipulaciones o sesgos de los analistas, puesto que no es fácil reconocer los supuestos subyacentes para elegir un múltiplo u otro (Damodaran, 2012).

De acuerdo con Damodaran (2012), los cuatro pasos básicos para realizar la valoración por múltiplos son:



Así mismo, establece que los tipos de múltiplos utilizados bajo esta metodología buscan establecer el valor de las empresas o de las acciones a partir de un estándar que se determina con las ganancias o utilidades generadas, el valor en libros o valor de reemplazo de los activos empleados, los ingresos generados u otras medidas específicas de un sector económico.

Existen dos tipos de múltiplos financieros: los relacionados con el valor de la empresa, más utilizados para operaciones como fusiones o adquisiciones, y los relacionados con los derechos de los accionistas sobre los activos y el flujo de caja de la empresa, más utilizados por los inversionistas en el mercado de capitales.

Finalmente, es preciso mencionar que una firma comparable hace referencia a una empresa con flujos de caja, crecimiento potencial y riesgo similar a la compañía que está siendo valorada (Damodaran, 2012). Hoy también es posible establecer los valores objetivo de los múltiplos a partir de regresiones de las variables que los determinan, para compañías comparables.

10.2.1. Capitalización bursátil

La capitalización bursátil es una fórmula sencilla y rápida para estimar el valor a precios de mercado de una empresa incorporando lo que los inversionistas están dispuestos a pagar por una compañía cuyas acciones han sido listadas y cotizan en bolsas de valores.

Si bien este indicador es una aproximación válida al valor de la compañía, es un indicador muy variable que se mueve diariamente con el cambio de precio de la acción de la compañía y lo afectan emisiones o recompras de acciones.

Capitalización bursátil = precio de la acción x # de acciones en circulación

La capitalización bursátil permite a los inversionistas entender el tamaño de una compañía con respecto al tamaño de otra. Existen, básicamente, tres categorías de empresas de acuerdo con su capitalización bursátil o tamaño: las de alta capitalización (*large-cap*) que en los mercados internacionales tienen un tamaño superior a USD\$ 10 billones, las de media capitalización (*mid-cap*) cuyo tamaño está entre USD\$ 2 billones y USD\$ 10 billones y las de baja capitalización (*small-cap*) cuyo tamaño está entre USD\$ 300 millones y USD\$ 2 billones (Fidelity Investments, 2017).

Tabla 5

Características de las categorías de capitalización bursátil en los mercados desarrollados

	Tamaño	Riesgo - retorno*	Características
Alta capitalización o large-cap	Capitalización mayor a USD\$ 10 millones	Conservador pero con menor crecimiento potencial	Compañías maduras con una importante reputación en la producción de bienes y servicios, con marcas reconocidas por el público, con una historia consistente de pago de dividendos y un crecimiento estable
Media capitalización o mid-cap	Capitalización entre USD\$ 2.000 y 10.000 millones	Rápido crecimiento potencial con riesgo intermedio entre large-cap y small-cap	Compañías experimentando altos crecimientos con capacidad de incrementar su participación de mercado
Baja capitalización o small-cap	Capitalización entre USD 300 millones y 2 millones	Agresivo con significativo potencial de crecimiento a largo plazo	Compañías jóvenes en mercados de nicho o en sectores emergentes, más vulnerables a crisis económicas y con mayor volatilidad en el corto plazo

*Relativo a las otras categorías de capitalización bursátil

Fuente: Fidelity Investments (2017)

Finalmente, como establece la BVC (2018), la capitalización bursátil ajustada corresponde a la proporción de la compañía que no se encuentra en manos de inversionistas con interés de control, también conocida como flotante. Sin embargo, el flotante equivale al número de acciones en circulación disponible para transacciones entre el público, por lo tanto, deben excluirse las acciones en manos de los ejecutivos de la empresa, los gobiernos o los inversionistas institucionales (Fidelity Investments, 2017).

10.2.2. Índice de Bursatilidad Accionaria (IBA)

El Índice de Bursatilidad Accionaria (IBA) es una medida de la liquidez o capacidad de negociarse para una acción. La SFC (2019) define que se calcula en función de dos variables: la frecuencia de transacción que corresponde al número de operaciones realizadas en promedio durante un mes, y el volumen promedio por transacción, que corresponde al valor total de las operaciones efectuadas por cada acción, dividido por el número de operaciones efectuadas durante el periodo considerado.

La SFC lo publica mensualmente para cada una de las acciones negociadas en las bolsas de valores del país, dentro de los primeros diez días de cada mes. Está subdividido en cuatro categorías: mínima, baja, media y alta bursatilidad.

10.2.3. Beta

El coeficiente β es una medida de la contribución de un activo individual a la varianza o variabilidad de los retornos de un portafolio de mercado como una fracción de la varianza del total de portafolio (Bodie, Kane & Marcus, 2011). En el caso de los mercados de acciones, el retorno de mercado se mide sobre algún índice de referencia, como el COLCAP o el S&P 500. El cálculo de coeficiente β está dado por la siguiente fórmula:

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(r_i, r_M)}{\sigma_M^2}$$

donde

r_i : retorno del activo individual

r_M : retorno del portafolio de mercado

σ_M^2 : volatilidad del mercado, medida como la varianza de los retornos del portafolio de mercado

$\text{Cov}(r_i, r_M)$: volatilidad de los retornos del activo individual y el portafolio del mercado, medida por la covarianza de sus retornos.

Ejemplo 9

A partir de la historia de la rentabilidad diaria para los últimos cinco años de la acción ABC y del índice COLCAP (mercado accionario colombiano), la varianza del COLCAP σ_M^2 es igual a 0,0225 y la covarianza de la acción ABC con el COLCAP, $\text{Cov}(r_{ABC}, r_M)$ es 0,017, entonces:

$$\beta_i = \frac{0,017}{0,0225} = 0,76$$

Bajo el supuesto de que el portafolio de mercado incluye todos los activos disponibles en la economía, el beta promedio ponderado de todos los activos individuales es igual a 1. Por lo tanto, acciones con coeficiente β mayor a 1 se consideran agresivas puesto que estas inversiones implican sensibilidad por encima del promedio a los movimientos del mercado. Así mismo, acciones con coeficiente β menor a 1 se consideran defensivas (Bodie, Kane & Marcus, 2011).

10.2.4. Relación Precio Ganancia (RPG)

Este múltiplo, *Price to Earnings Ratio* (PE), responde a una de las formas más intuitivas de pensar en el valor de cualquier activo, es decir, un múltiplo (número de veces) de ganancias que el activo produce. En este caso, ese múltiplo es el precio de mercado por acción con respecto a las utilidades por acción de una empresa (Damodaran, 2012).

$$RPG = PE = \frac{\text{Precio de mercado por acción}}{\text{Utilidad por acción}}$$

Mientras que el precio es el de mercado, las utilidades pueden considerarse históricas o futuras, así como estimarse antes o después de algunos elementos extraordinarios. Si se consideran las ganancias del año anterior, se conoce como *Current PE*; si se consideran las ganancias de los últimos 12 meses, se conoce como *Trailing PE*, y si se consideran las ganancias esperadas del siguiente año, se conoce como *Forward PE*.

Ejemplo 10

Utilidad por acción (\$)	Precio de mercado (\$)	Relación Precio Ganancia
Año anterior	2,0	Current PE
Últimos 12 meses	1,8	Trailing PE
Esperadas	2,2	Forward PE

El PE varía a través del tiempo según los mercados, las industrias y las empresas debido a las diferencias en sus fundamentales (tasas de interés, primas de riesgo, crecimiento esperado y distribución de utilidades). En general, empresas con mayor crecimiento, menor riesgo y mayor distribución de dividendos según valores de la relación precio-ganancia más elevados. Por lo tanto, para realizar comparaciones adecuadas hay que controlar las diferencias en estas tres variables (Damodaran, 2012).

La interpretación de la comparación de series de tiempo del PE, comúnmente, concluye que un nivel de la relación precio ganancia mayor a su norma histórica (promedio, mediana, etc.) implica que el mercado está sobrevalorado, mientras que un nivel por debajo de la norma histórica está subvalorado. Sin embargo, una comparación más apropiada es la relación precio ganancia actual (*Current PE*) con la estimada a futuro (*Forward PE*) con base en los fundamentales actuales (Damodaran, 2012).

En términos generales, la interpretación convencional asume que un nivel elevado de la relación precio ganancia o PE (con respecto a su historia o a sus comparables) indica que un mercado o una acción se encuentran sobrevalorados y viceversa. Por ello, el uso de este múltiplo es adecuado cuando las utilidades son representativas de utilidades futuras y de la tendencia de estas utilidades pero no puede usarse cuando la utilidad es negativa.

10.2.5. Razón Precio a Valor en Libros (PVL)

Razón Precio a Valor en Libros (PVL) es un múltiplo muy popular por su poder intuitivo, utilizado para comparar la capitalización de mercado o capitalización bursátil con el valor en libros o valor patrimonial de una empresa, es decir, mide qué tanto están dispuestos a pagar los inversionistas por el patrimonio de una compañía con respecto al valor en libros o contable de tal patrimonio.

$$PVL = \frac{\text{Precio por acción}}{\text{Valor en libros por acción}}$$

Ejemplo 11

Una empresa tiene activos por COP\$ 200 millones y pasivos por COP\$ 120 millones. El valor en libros calculado como la diferencia entre activos y pasivos es de COP\$ 80 millones. Si esta empresa ha emitido 5 millones de acciones, entonces el valor en libros por acción es COP\$ 24. Si, además, el precio de mercado por acción es COP\$ 36, entonces:

$$PVL = \frac{\$36}{\$24} = 1,5X$$

El valor en libros se afecta y puede ser muy sensible a cambios en las convenciones o estándares contables. Para calcular el valor en libros de los activos, se utiliza el precio original pagado por los mismos, descontando las depreciaciones deducibles, y para establecer el valor en libros de los pasivos, se considera su costo original o valor de emisión y no su valor de mercado. El valor en libros total puede desviarse significativamente de su valor de mercado con el paso del tiempo (Damodaran, 2012).

En consecuencia, el valor en libros puede ser ajustado al no considerar activos intangibles como el *Goodwill* (reputación y prestigio), en el caso de adquisiciones, ante la dificultad para estandarizar su contabilización o las recompras de acciones dado que no todas las empresas de una muestra de comparables las realizan (Damodaran, 2012).

El valor en libros está relacionado de manera directa con el ROE (rentabilidad del capital), la distribución de utilidades (*Payout Ratio*) y el crecimiento de las utilidades, mientras que tiene una relación inversa con el riesgo de la empresa medido por la tasa de descuento o costo del capital. Dada la estrecha relación entre el PVL y el ROE, como se expresa en la siguiente ecuación, muchos analistas utilizan ambos múltiplos de manera simultánea.

$$PVL = \frac{ROE - g}{k - g}$$

Con base en una amplia muestra de estudios que relacionan el PVL con los retornos de las acciones en economías desarrolladas, se ha concluido que las acciones con múltiplos PVL más bajos, con respecto a sus comparables, obtienen retornos más altos que acciones con múltiplos PVL más altos. Por otra parte, únicamente las compañías con alto ROE y bajo PVL pueden ser consideradas como subvaloradas. Finalmente, el múltiplo PVL es utilizado como una variable proxy del riesgo de una empresa, de manera que acciones con valores bajos pueden ser catalogadas de mayor riesgo frente a comparables con niveles elevados de PVL (Damodaran, 2012).

10.2.6. Dividend Yield

Los dividendos corresponden al flujo de caja fundamental recibido por los accionistas de una empresa. La rentabilidad por dividendo o *Dividend Yield* corresponde a la tasa de capitalización de efectivo pagado a los inversionistas y puede ser considerada como la tasa de retorno requerida para determinar cómo debe valorarse una acción. Su fórmula de cálculo es la siguiente:

$$\text{Dividend Yield} = \frac{\text{Dividendo anual por acción}}{\text{Precio de mercado de la acción}}$$

Ejemplo 12

La Asamblea de accionistas de la empresa ABC autoriza un pago de dividendo anual de COP\$ 150 por acción, mientras que un inversionista adquiere cada acción por un precio de COP\$ 2.200. En consecuencia:

$$\text{Dividend Yield} = \frac{\$ 150}{\$ 2.200} = 6,8\%$$

En general, las empresas maduras o de sectores no cílicos como el consumo básico o los servicios públicos, tienden a tener múltiplos Dividend Yield más altos que compañías de sectores cílicos o empresas nuevas o jóvenes. Las comparaciones entre diferentes jurisdicciones a través de este múltiplo tienen el inconveniente de estar afectadas por diferentes regímenes tributarios sobre los dividendos.

10.2.7. Utilidad Por Acción (UPA)

Earnings Per Share (EPS) como se conoce más comúnmente, es el indicador de utilidad por acción que corresponde a la porción de la utilidad de una empresa asignada a cada acción si se repartieran todas las utilidades; sin embargo, muchas empresas reinvierten parte importante de sus utilidades.

$$\text{EPS} = \frac{\text{Utilidad Neta}}{\# \text{ de acciones en circulación}}$$

Muchas veces es importante incorporar el efecto dilución antes de calcular los múltiplos, que se refiere a la disminución en la utilidad por acción que puede ocurrir debido a la conversión de algunos pasivos financieros en acciones, por ejemplo, cuando se ejercen algunas opciones o se convierten acciones preferenciales en ordinarias. De esta forma, se diluye la utilidad por acción ya que la misma utilidad se distribuye entre un mayor número de acciones ordinarias.

Ejemplo 13

Una compañía registró una utilidad neta de COP\$ 1.867 millones en el año 2019, mientras que las acciones en circulación al cierre del mismo año fueron COP\$ 441 millones.

Por lo tanto, la utilidad por acción fue:

$$EPS = \frac{COP\$ 1.867 \text{ millones}}{COP\$ 441 \text{ millones de acciones}} = COP\$ 4,23$$

10.2.8. Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (EBITDA)

La utilidad antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones o EBITDA, por sus siglas en inglés, es una medición que funciona como proxy del flujo de caja operativo de una empresa, mientras que el múltiplo EV/EBITDA, quizás el más popular de los múltiplos relacionados con el valor de la compañía, corresponde a un múltiplo de precio a flujo de caja.

$$\frac{\text{Valor de la empresa}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Capitalización bursátil} + \text{Deuda} - \text{Efectivo}}{\text{EBITDA}}$$

El múltiplo EV/EBITDA ha ganado adherentes recientemente por varias razones. En primer lugar, hay menos firmas con EBITDA negativo que con PE negativo; segundo, las diferencias en los métodos de depreciación entre empresas causan diferencias en la utilidad, pero no en el EBITDA, y tercero, este múltiplo es comparable más fácilmente entre empresas con diferentes niveles de apalancamiento financiero (Damodaran, 2012).

Ejemplo 14

Una compañía del sector tecnológico americano tiene una capitalización bursátil de COP\$ 213.660 millones. Entre tanto, la deuda al cierre del año 2019 fue COP\$ 26.394 millones, el efectivo fue COP\$ 5.018 millones y el EBITDA fue COP\$ 11.924 millones. Por lo tanto:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{COP\$ 213.660 + COP\$ 26.394 - COP\$ 5.018}{COP\$ 11.924} = COP\$ 19,71X$$

Al igual que la relación precio-ganancia (PE), la interpretación del múltiplo EV/EBITDA asume que un valor bajo con respecto al grupo comparable implica que la acción se encuentra subvalorada, mientras que un valor elevado indica que la acción está sobrevalorada.

10.2.9. Return on Equity (ROE)

Return on Equity (ROE) es un indicador financiero que mide la capacidad de una empresa para generar valor a sus accionistas y está definido de la siguiente manera:

$$ROE = \frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Patrimonio}}$$

Ejemplo 15

Una compañía del sector tecnológico americano registró una utilidad neta de COP\$ 1.867 millones en el año 2019, mientras que el patrimonio de sus accionistas se ubicó en COP\$ 7.582 millones ese mismo año. En consecuencia, la rentabilidad del patrimonio fue:

$$ROE = \frac{\$ 1.867 \text{ millones}}{\$ 7.582 \text{ millones}} = 24,6\%$$

Este indicador, al igual que los demás múltiplos, se utiliza de manera comparativa entre compañías similares, por ejemplo, de un mismo sector. Es aconsejable utilizar el ROE cuando la métrica de comparación es el costo del capital y se cuenta con las tasas de crecimiento de las utilidades obtenidas a partir de los modelos de descuento de dividendos o de flujo de caja libre para el inversionista (Damodaran, 2012).

10.3. Otros métodos de valoración

Además de los modelos de valoración por flujo de caja descontado y de valoración relativa a través de múltiplos financieros, existen otras metodologías muy conocidas y aplicadas como el modelo de valoración de activos de capital más conocido como Capital Asset Pricing Model (CAPM) y la denominada teoría de valoración por arbitraje o Arbitrage Pricing Theory (APT) (Brealey, Myers & Allen, 2010).

10.4. Riesgos

Los riesgos son parte inevitable de cualquier proceso de decisión incluyendo las inversiones en acciones u otros activos financieros. En finanzas, se relaciona con las

pérdidas potenciales que pueden sufrir los inversionistas cuando conforman un portafolio de inversión, mientras que la administración de riesgos consiste en medir las probabilidades de pérdida en contextos de incertidumbre (De Lara Haro, 2007).

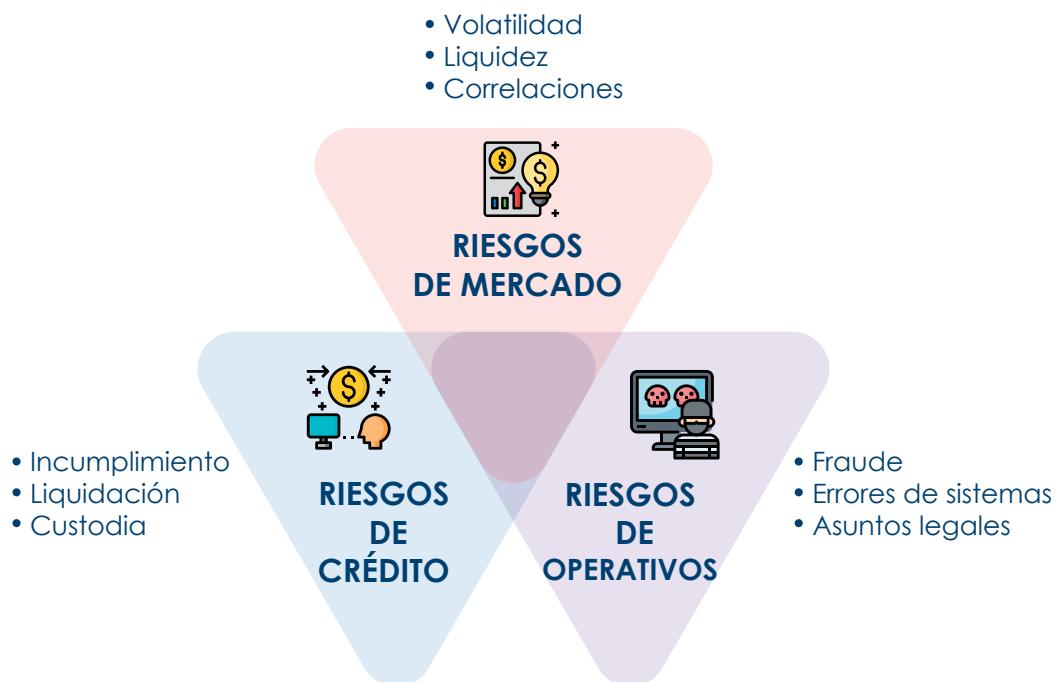


Gráfico 2. Tipos y fuentes de riesgos financieros (De Lara Haro, 2007).

A pesar de la existencia de diversos tipos de riesgos, comúnmente el análisis se restringe al riesgo de mercado, sobre todo cuando se trata del mercado de acciones. El Artículo 2 del Capítulo XXI de la Circular Básica Contable y Financiera define el riesgo de mercado como la posibilidad de que las entidades incurran en pérdidas asociadas a la disminución del valor de sus portafolios, las caídas del valor de las carteras colectivas o fondos que administran, por efecto de cambios en el precio de los instrumentos financieros en los cuales se mantienen posiciones dentro o fuera del balance (SFC, 1995). La medida estadística más utilizada para calcular dicha variabilidad es la desviación estándar de los retornos en un periodo determinado.

10.4.1. Riesgo idiosincrático

El riesgo de invertir en cualquier acción se divide en dos componentes: el riesgo idiosincrático, propio o único para cada acción, y el riesgo sistemático asociado a variaciones del mercado como sistema o conjunto. Los inversionistas intentan eliminar el riesgo idiosincrático a través de la construcción de portafolios diversificados, pero aun teniendo un portafolio diversificado no es posible eliminar el riesgo de mercado (Brealey, Myers & Allen, 2010).

10.4.2. Riesgo sistemático

Dados los peligros que amenazan el conjunto de las empresas, como una crisis financiera, una recesión o una pandemia, los precios de las acciones tienden a moverse en el mismo sentido sin importar las situaciones particulares de cada compañía. Esta condición es lo que se conoce como riesgo sistemático, riesgo sistemático o riesgo no diversificable.

El riesgo sistemático como el que se manifestó entre 2007 y 2008 con el episodio de quiebra de Lehman Brothers se entiende como una crisis del sistema financiero originada cuando los problemas en un mercado contagian y alteran otros mercados (Bodie, Kane & Marcus, 2011).

10.5. Ciclo de vida de las empresas

La teoría financiera también ha desarrollado una teoría de ciclo de vida del producto o de las empresas, al considerar a las compañías como organismos que evolucionan a través del tiempo, desde que se crea la empresa hasta que entra en una fase de declive en la que incluso llega a desaparecer, a menos que se reinvente desarrollando nuevos productos o incursionando en nuevos mercados.

El propósito de la teoría del ciclo de vida de las empresas busca demostrar cómo las variables clave financieras, como la rentabilidad, el precio a valor en libros, la distribución de dividendos, entre otros, experimentan cambios asociados a la etapa de vida de las compañías (Gup & Agrawal, 1996).

Tabla 6

Consideraciones financieras en las fases del ciclo de vida de las empresas

	Iniciación	Expansión	Estabilización	Declive
Necesidad de caja	Uso de efectivo intensivo	Uso de caja moderado	Generador de caja	Generador de fondos hasta el momento de pérdidas
Política de dividendos en efectivo	Sin dividendos	Baja distribución de dividendos pero creciente	Creciente pago de dividendos	Alta distribución de dividendos si ninguna pérdida ocurre
Riesgo*	Alto	Alto	Promedio	Bajo

*Relativo a las otras fases del ciclo de vida

Tomado de: Gup & Agrawal, 1996

10.5.1. Expansión

La fase de expansión del ciclo de vida de la empresa o del producto se caracteriza por ventas crecientes, incremento de la competencia y precios a la baja. Además las ganancias sectoriales o de industria aumentan hasta alcanzar un pico, mientras que tiene lugar la presencia del mayor número de competidores.

En esta etapa hay rápidos crecimientos en ingresos pero a una tasa decreciente; las necesidades de financiación y de caja disminuyen, y así como comienza el pago de dividendos, la política de distribución de dividendos aumenta. Finalmente, el riesgo medido por el coeficiente β o por el *PVL* disminuye (Gup & Agrawal, 1996).

10.5.2. Madurez

En esta fase del ciclo de vida de la empresa, también denominada estabilización, hay un punto de inflexión o quiebre en la tendencia creciente de las ventas, mientras las ganancias sectoriales consolidan una tendencia a la baja. Además, el número de empresas del sector se reduce a una menor cantidad de compañías que intentan mantener o expandir su participación de mercado, por lo tanto, se espera una mayor actividad de fusiones y adquisiciones.

Las firmas maduras que sobreviven son rentables aunque sus tasas de crecimiento son relativamente lentas, por lo que llegan a ser generadoras de caja. Los dividendos en efectivo son crecientes y estas compañías representan el riesgo promedio del mercado (Gup & Agrawal, 1996).

10.5.3. Declive

La fase de declinación o declive del ciclo de vida de las empresas se caracteriza esencialmente por la disminución de las ventas y las ganancias, así como la reducción en el número de compañías del sector. Sin embargo, no significa, necesariamente, la fatalidad de esta actividad económica puesto que en cualquier etapa de su ciclo de vida las empresas pueden revitalizarse o renovarse y, por ende, volver a experimentar un rápido incremento en sus ventas.

Las compañías entran en esta etapa en la medida en que su crecimiento se torna más lento, mientras que una mayor proporción de los excesos de fondos son pagados en forma de dividendos. Finalmente ocurren pérdidas, aunque el riesgo medido por el coeficiente β o por el *PVL* es relativamente bajo (Gup & Agrawal, 1996).

10.5.4. Otros

Durante la fase de iniciación (*pioneering*) del ciclo de vida las empresas son intensivas en uso de caja o efectivo para financiar el desarrollo, producción y mercadeo de nuevos productos y, por causa de los altos costos, los primeros productos vendidos, generalmente, resultan en pérdidas. En consecuencia, no hay pago de dividendos y el riesgo medido por el coeficiente β o por el PVL es alto (Gup & Agrawal, 1996).

10.5.5. Clasificación de las acciones

La capitalización bursátil permite a los inversionistas entender el tamaño de una compañía con respecto a otra. Por lo tanto, existen tres categorías de empresas de acuerdo con su capitalización bursátil o tamaño. Sin embargo, existe otra clasificación ampliamente utilizada en los mercados internacionales a partir de los objetivos típicos de los inversionistas del mercado accionario o de renta variable, esto es, obtener ganancias por el aumento en el precio de mercado de la acción o por el pago de dividendos. Según Fidelity Investments (2017) se clasifican así:

Tabla 7
Clasificación de las acciones

Alta capitalización	Las acciones de alta capitalización (<i>large-cap</i>) en los mercados internacionales tienen un tamaño superior a USD\$ 10.000 millones.
Baja capitalización	Las acciones de baja capitalización (<i>small-cap</i>) en los mercados internacionales tienen un tamaño está entre USD\$ 300 millones y USD\$ 2.000 millones.
Baja capitalización	Las acciones de media capitalización (<i>mid-cap</i>) en los mercados internacionales tienen un tamaño entre USD\$ 2.000 millones y USD\$ 10.000 millones.
Otras clasificaciones	Acciones <i>growth</i> (o de crecimiento), acciones <i>value</i> (o de valor) y acciones <i>income</i> (o de rendimiento). Las acciones <i>growth</i> son aquellas consideradas con un potencial significativo de crecimiento en el futuro próximo de compañías que dedican la mayor parte de su ingreso a expandirse; tienden a ser compañías jóvenes con productos innovadores y sus precios son más volátiles que el de las otras categorías.

Las acciones *value* generalmente transan a precios inferiores a los sugeridos por sus estados financieros, generando altos pagos de dividendos o bajos múltiplos como el precio a valor en libros o la razón precio ganancia. Corresponde a acciones de empresas consolidadas que operan temporalmente por debajo de su valor fundamental debido a eventos no relacionados claramente con la operación de la compañía. Típicamente se considera que son menos riesgosas que las acciones *growth*.

Finalmente, las acciones *income* presentan menor volatilidad que las otras dos categorías y presentan flujos de dividendos más previsibles, regulares y elevados. Generalmente, allí se clasifican las acciones ordinarias con altos dividendos de sectores muy estables como el caso de los servicios públicos (*utilities*) o acciones preferenciales que para los inversionistas en los mercados desarrollados corresponden a un instrumento híbrido, al comportarse más como un bono que como una acción.

11. Sistema de negociación de acciones



Objetivos de aprendizaje

- Conocer los tipos de órdenes que pueden ingresarse en el mercado de renta variable.
- Conocer la metodología de negociación en cada una de las sesiones de mercado.

11.1. Tipología de las órdenes

En el libro público, los operadores tienen la alternativa de exponer una punta en espera de una oferta compatible (ingresar de forma pasiva a la pila de profundidad del activo) o ingresar una oferta compatible para una punta ya expuesta (agredir una punta contraria).

Se considera que una punta de compra es compatible (genera un calce) con una orden de venta cuando esta última tiene un precio igual o menor a la primera punta de compra. Igualmente, una punta de venta es compatible con una orden de compra cuando esta última tiene un precio igual o superior a la punta de venta.

Si existe más de una punta a igualdad de precio, prevalece el orden cronológico de ingreso de la orden al sistema, teniendo prioridad la orden de mayor antigüedad, es decir, se sigue con el principio de 'primero en tiempo, primero en derecho'.

El precio de calce siempre está definido por la orden más antigua que permite un calce. Si se envía una punta de compra de 100 acciones a COP\$ 1.000 y había dos ofertas de venta, una de 50 acciones a COP\$ 950 y otra de 50 acciones a COP\$ 980, los precios de adjudicación son COP\$ 950 y COP\$ 980, dado que fueron los precios de las órdenes más antiguas. En este ejemplo, ningún calce se da a COP\$ 1.000. Primero se limpia la profundidad hasta hacer el fill completo de la orden agresora .

Si por el contrario se ingresa una punta de venta a un precio de COP\$ 900 por 1.000 acciones y ya existían puntas de compra a COP\$ 900 (por 2.000 acciones), COP\$ 950 (500 acciones) y COP\$ 980 (200 acciones) respectivamente, los precios de adjudicación son en su orden los siguientes:

200 acciones a COP\$ 980

500 acciones a COP\$ 950

300 acciones a COP\$ 900

Queda entonces la venta de las 1.000 acciones ejecutadas a un precio promedio de COP\$ 941 y no de COP\$ 900 (precio al que se ingresó la venta al sistema), debido a que las órdenes de compra en los COP\$ 980 y los COP\$ 950 estaban en pantalla desde antes.

Esta metodología es válida en la sesión de mercado abierto con control de precios. Tanto en la sesión de subasta de cierre como en la subasta de volatilidad, la metodología cambia a la de precio de equilibrio.

11.2. Metodologías de negociación aplicables en sesiones

11.2.1. Mercado continuo o de calce automático

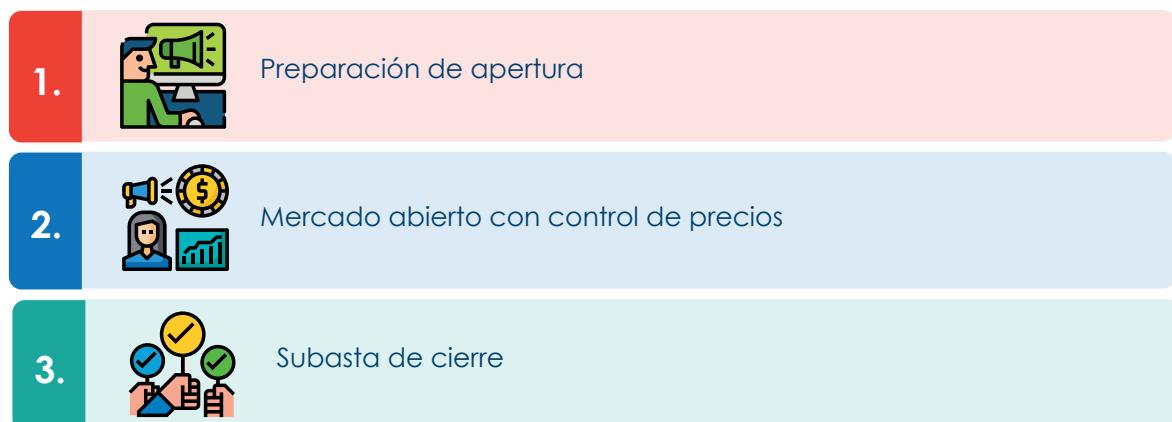
Las acciones cuya presencia bursátil resulta igual o superior al 20% se clasifican como instrumentos por continuo y las que resulten inferiores se clasifican como instrumentos por subasta.

El cálculo de la presencia bursátil y la reclasificación de las acciones en instrumentos por continuo e instrumentos por subasta se realiza los días 14 de enero, 14 de abril, 14 de julio y 14 de octubre. El resultado de la reclasificación está vigente durante el trimestre que inicia el día 15 de los mismos meses.

Se toma la información con corte al último día hábil de cada trimestre calendario (diciembre, marzo, junio y septiembre) (BVC , 2018a, Artículo 3.3.4.1.).

La rueda de contado para especies clasificadas como instrumentos por continuo se divide en tres momentos o sesiones: preparación de apertura, mercado abierto con control de precios y subasta de cierre.

Sesiones Rueda de Contado Para Especies Clasificados Como Instrumentos por Continuo



Fuente: Circular Única Bolsa de Valores de Colombia

11.2.2. Subasta o calce a precios de equilibrio

La metodología de precio de equilibrio busca un único precio para adjudicar la mayor cantidad posible de acciones demandadas y ofertadas durante el periodo de recepción y difusión de órdenes.

Tiene tres criterios de elección (BVC , 2018a, Artículo 3.4.1.2.10 .):

-
- The diagram illustrates the two criteria for equilibrium price bidding. It consists of two colored boxes: a red box for 'Máxima cantidad adjudicada; de haber más de un precio que cumpla esta condición sigue el segundo criterio.' (Maximum quantity awarded; if there is more than one price that meets this condition, the second criterion follows) and a blue box for 'Se escoge el precio que genere el menor desbalance que se entiende como la menor cantidad remanente no adjudicada al precio indicado.' (The price is chosen that generates the lowest imbalance, understood as the smallest remaining quantity not awarded at the indicated price).
1. Máxima cantidad adjudicada; de haber más de un precio que cumpla esta condición sigue el segundo criterio.
 2. Se escoge el precio que genere el menor desbalance que se entiende como la menor cantidad remanente no adjudicada al precio indicado.

3. Si existe más de un precio que cumpla los criterios 1 y 2, se escoge el precio de adjudicación que satisface alguna de las siguientes condiciones:

a.



Si la cantidad acumulada de compra es mayor a la cantidad acumulada de venta se escoge el mayor precio. La cantidad acumulada es la suma de todas las cantidades de las órdenes de compra o venta compatibles al precio indicado.

b.



Si la cantidad acumulada de compra es menor a la cantidad acumulada de venta, se escoge el menor precio.

c.



Si un precio cumple con la condición del literal a. y otro precio cumple la condición del literal b. el sistema calcula un promedio simple aritmético de los precios que cumplen las condiciones redondeado al tick del precio más cercano que es el precio de equilibrio para la subasta.

Máxima cantidad adjudicada; de haber más de un precio que cumpla esta condición sigue el segundo criterio.

11.2.3. Mixtos o mercados continuos con eventos de subastas

Los mercados mixtos se generan cuando en un mercado continuo con control de precios se alcanza alguno de los límites de las acciones, con un posible calce en estos niveles: 6,5%, 7,5% o 10%.

La subasta de volatilidad es el evento de negociación activado automáticamente en la sesión de mercado abierto con control de precios, cuando se genera un potencial calce a un precio igual al de alguno de los límites superior o inferior del rango de precios calculado para cada especie, o por otros eventos especiales respecto de la especie, tales como posible generación de operaciones sobre una especie inactiva o levantamiento de la medida de suspensión de la especie.

Si la subasta de volatilidad se produce como consecuencia de un potencial calce o a un precio igual al de alguno de los límites superior o inferior del rango de precios, la orden que agrede la punta al límite no puede ser eliminada y solamente puede ser modificada para mejorar el precio de la misma mientras dure la subasta de volatilidad.

Toda subasta de volatilidad que se presente dentro de la sesión de mercado abierto con control de precios tiene una duración de dos minutos y medio, y su finalización se fija de manera aleatoria por parte del sistema dentro de un intervalo de tiempo entre -30 y 30 segundos (BVC, 2018a, literal c del Artículo 3.2.1.).

Durante la sesión de mercado abierto con control de precio, el sistema no permite la activación de subastas de volatilidad cuando se aproxima el cierre de la sesión de mercado abierto, dado que se inicia la subasta de cierre.

11.3. Sesiones de negociación de acciones líquidas

11.3.1. Preparación de apertura

En esta sesión no hay calce de ninguna operación. Los operadores solo pueden eliminar órdenes vigentes provenientes de ruedas anteriores. También se permite el ingreso, modificación y eliminación de órdenes en su propio libro privado, pero no puede lanzarse ninguna orden al libro público (BVC , 2018a, Artículo 3.4.1.1.).

Horario preparación de apertura

Fecha	Horario
Durante el periodo comprendido entre el segundo domingo de marzo y el primer domingo de noviembre.	De 8:15 a.m. a 8:30 a.m. hora local.
Durante el periodo comprendido entre el primer domingo de noviembre al segundo domingo de marzo.	De 9:15 a.m. a 9:30 a.m. hora local.

Fuente: BVC (2018a) Artículo 3.2

11.3.2. Mercado abierto con control de precios

En esta sesión se permiten negociaciones entre los participantes y se generan calces. La introducción de las puntas puede hacerse directamente al libro público o lanzar las que ya estén registradas en el libro privado.

El horario de negociación corresponde a todos los días hábiles bursátiles comprendidos en las siguientes horas de acuerdo con la temporada del año:

Horario de negociación mercado abierto con control de precios

	Fecha	Horario
	Durante el periodo comprendido entre el segundo domingo de marzo y el primer domingo de noviembre.	De 8:30 a.m. a 2:55 p.m. hora local.
	Durante el periodo comprendido entre el primer domingo de noviembre al segundo domingo de marzo*	De 9:30 a.m. a 3:55 p.m hora local.

* Si el 24 de diciembre es un día hábil bursátil, el horario es de 9:30 a.m. a 12:55 p.m. hora local

La finalización de esta sesión es aleatoria en un intervalo de -60 a +60 segundos y es fijada por el sistema. Es decir, que esta sesión puede terminar en cualquier momento entre el minuto 54 y el 56.

El objetivo de los cierres aleatorios en las sesiones de negociación o eventos de negociación como las subastas es generar incertidumbre sobre el momento de transición de una acción hacia un nuevo evento, para desincentivar el ingreso de órdenes erróneas o engañosas que afecten la adecuada formación de precios (LSE, 2000).

Durante este periodo las puntas introducidas en el sistema se calzan u operan mediante la metodología de negociación continua con algoritmo de calce automático. Este criterio consiste en calzar inmediatamente a las mejores órdenes de compra y venta en el libro público de órdenes que sean compatibles (Artículo 3.4.1.2.1. de la Circular Única de la BVC).

Esta sesión también permite todas las tipologías de órdenes existentes de naturaleza, ejecución, duración y características especiales.

Subasta de volatilidad

Se da cuando en un mercado continuo con control de precios se alcanza alguno de los límites de las acciones (con un posible calce en los niveles de variación porcentual del: 6,5%, 7,5% o 10%).

En la subasta de volatilidad solo se permite el ingreso de órdenes sin condición de ejecución o con condición *Fill and Kill* y órdenes marcadas como ventas en corto. La duración de la orden puede ser diaria, a fecha u hora indicada y a cancelación.

Toda subasta de volatilidad que se presente dentro de la sesión de mercado abierto con control de precios tiene una duración de dos minutos y medio, y su finalización se fija de manera aleatoria por parte del Sistema dentro de un intervalo de tiempo entre -30 y 30 segundos (BVC , 2018a, literal c del Artículo 3.2.1.).

Tipos de órdenes permitidas en mercado abierto y en subasta de volatilidad o de cierre

En el mercado abierto se permite todo tipo de órdenes, entre ellas :

- **Orden límite:** regularmente las ofertas ingresan al libro público directamente con un límite respecto a un precio máximo si la intención es comprar o un límite mínimo si la intención es vender. Si no hay una oferta compatible al precio establecido, la oferta queda expuesta en espera de una o varias ofertas que satisfagan la cantidad demandada u ofrecida al precio límite establecido. Si existe una oferta compatible pero la cantidad es insuficiente para satisfacer la orden, se adjudica la cantidad existente y el remanente queda vigente y expuesto al precio impuesto como límite. Este tipo de órdenes es usado con frecuencia y además es el único tipo de orden que se permite ingresar en las subastas de cierre o de volatilidad.
- **Orden de mercado:** al momento de ingresar una orden, los operadores pueden optar por comprar o vender al mejor precio o a los mejores precios existentes en el sistema por las cantidades que requieran. Si se presentan órdenes no adjudicadas, el sistema las retira. De esta manera el mercado no observa la cantidad que el operador colocó inicialmente. En el sistema solo se muestra la información de las acciones que efectivamente fueron adjudicadas.
- **Orden de mercado por lo mejor:** otra alternativa es enviar al mercado una orden de compra o venta únicamente al mejor precio existente en el sistema. En esta orden el operador está dispuesto a que se le adjudique cualquier can-

tidad del total requerido. Si queda una cantidad sin adjudicar, permanece una orden límite, con precio igual al de la última operación realizada.

En este tipo de orden, el precio lo establece la mejor alternativa existente en el mercado, en la orden límite lo establece el operador y en la orden a mercado se establece con el mejor precio disponible.

Existen también unas condiciones de ejecución permitidas en el mercado abierto con control de precios, que pueden ejecutarse con los tipos de órdenes:

- **Fill and Kill:** la orden debe ejecutarse tan pronto sea ingresada, calzando su totalidad o una cantidad parcial con las órdenes que encuentre al mismo precio. Se retiran automáticamente del sistema las cantidades no adjudicadas. En el caso de orden de mercado por lo mejor, el sistema retira automáticamente la porción de la cantidad de la orden que se quede sin ejecutar.
- **Fill or Kill:** se usa cuando el operador requiere llenar la orden en su totalidad con una o varias órdenes contrarias según el tipo de ingreso definido. Si la orden no calza en su totalidad, la punta es retirada automáticamente por el sistema sin adjudicación alguna sobre la misma.
- **Orden de cantidad mínima:** el operador elige esta alternativa si debe ejecutar por lo menos una cantidad fija determinada ya sea con una o varias órdenes contrarias. Si no logra conseguir la cantidad mínima, se retira la punta sin adjudicación.

Si no se elige ninguna condición de ejecución, entonces la orden entra al sistema solo con las alternativas de órdenes límite, mercado o mercado por lo mejor. En este caso la condición de ejecución del sistema es “ninguna”.

Tabla 8
Estrategias de Trading más utilizadas

ESTRATEGIAS DE TRADING	FILL OR KILL	FILL AND KILL	CANTIDAD MÍNIMA
ÓRDENES LÍMITE	Calzar todo o nada. Si no hubo calce retira la orden.	Calzar lo que se pueda y quitar el remanente.	Si no calza la cantidad mínima requerida al precio límite, retirar la orden sin calzar nada.
MERCADO POR LO MEJOR	Calzar todo al mejor precio del sistema, si no calza todo retira la orden	Calzar al mejor precio lo que se pueda, el remanente no adjudicado retirarlo.	Si no calza la cantidad mínima requerida al mejor precio del sistema retirar la orden sin calzar nada.

CONDICIONES DE EJECUCIÓN Y DURACIÓN DE LA ORDEN	
El operador tiene la alternativa de definir cuánto puede durar expuesta la orden al mercado y así limitar el tiempo que dura la orden en el libro público.	
 Inmediata	Bajo esta condición debe intentar calzarse la punta al instante de su ingreso y cualquier porción de la orden que quede remanente o que no se calce en ese tiempo es eliminada automáticamente por el sistema.
 Diaria	Esta elección permite a la orden permanecer en el sistema únicamente durante todas las sesiones de negociación del día en curso. Al final del día, si aún estaba vigente por no haber sido adjudicada o cancelada, es eliminada automáticamente por el sistema.
 Sesión	Es posible que la rueda tenga diferentes sesiones en el día. Si el propósito es solo participar de una sesión de toda la rueda en el día, esta es la alternativa. Al final de la sesión si la orden aún está vigente, por no haber sido adjudicada o cancelada, es eliminada automáticamente por el sistema.
 Hasta cancelación	Esta modalidad de duración de orden permanece vigente en el libro público de forma indefinida hasta tanto sea adjudicada o cancelada. Su máxima duración es de treinta (30) días comunes, ya que después de este tiempo la orden es eliminada automáticamente por el sistema.
 A fecha indicada	Como su nombre lo indica la orden permanece hasta la fecha que indique el operador al ingreso de la orden, de forma tal que llegada la fecha y de encontrarse aún vigente, el sistema la elimina en forma automática.
 A hora indicada	El operador puede definir hasta qué hora específica está vigente la orden. Una vez se cumpla el plazo y si no ha sido adjudicada, el sistema la elimina en forma automática (BVC, 2018a, Artículo 3.3.2.1).

Fuente: BVC (2018c) Artículo 3.2.1.2.1.

Adicionalmente, en la orden se permite ocultar parte de la cantidad real de la oferta. El sistema de la BVC permite hacerlo hasta máximo el 80% del total de la cantidad de la punta; por lo tanto, se expone como mínimo el 20% del total de la punta. Esta opción normalmente se usa cuando la cantidad que se ofrece al sistema es relativamente grande y puede presionar el precio en el sentido contrario al interés del operador.

La desventaja de esta estrategia es que una vez se adjudica la cantidad visible, si existen otras ofertas a igual precio, se pierde el privilegio de 'primero en tiempo, primero en derecho', es decir que con la cantidad remanente se queda en la última posición entre las puntas de igual precio (BVC , 2018a, Artículo 3.3.2.1.).

Orden Stop: el ingreso de este tipo de orden está supeditado a un precio definido, cuyo objetivo es limitar las pérdidas de una posición, por esto se conoce como orden de Stop Loss. Esta orden se activa únicamente cuando el mercado celebra un calce a un precio fijado por comprador o vendedor que se denomina precio de activación. Cuando la orden Stop se activa adquiere la condición de una orden límite o de mercado. Su efectividad para controlar las pérdidas de forma automática depende de la profundidad que encuentre en el mercado cuando se cumplan las condiciones de activación.

Restricciones de cruce en mercado abierto y en subasta de volatilidad o cierre

Un operador que actúe por cuenta de terceros puede agredir una punta ingresada en el mercado por él mismo o por otro operador de la misma firma comisionista y llegar así a un calce. Cuando esto ocurre se considera una operación cruzada, es decir, es una operación entre clientes de una misma sociedad comisionista de bolsa (SCB).

Con el objetivo de darle transparencia al mercado y protegerlo de prácticas indebidas, existen restricciones a las operaciones cruzadas. No pueden realizarse operaciones cruzadas entre puntas ingresadas por operadores de posición propia (operaciones con recursos de la misma SCB), operadores de posición propia con operadores de la posición de fondos de inversión colectiva (FIC) o de portafolios de terceros (APT), administrados por la misma SCB.

Restricciones para la Realización de Operaciones Cruzadas Con La Posición Propia de las Sociedades Comisionistas de Bolsa

1.  Fondos de inversión colectiva (FIC)
2.  Portafolios de terceros (APT)

Fuente: Circular Única Bolsa de Valores de Colombia

En estos casos, para las sesiones del mercado abierto, el sistema rechaza el cruce y adjudica la operación a la siguiente punta que tenga las mismas condiciones de negociación y no tenga el conflicto de interés. En el caso en que las órdenes tengan cantidad remanente, el sistema las elimina automáticamente pues no se permite que dos órdenes compatibles que tienen restricción para generar calce queden expuestas al mismo tiempo.

En el caso de las sesiones de negociación por subasta, el sistema rechaza el ingreso de órdenes de compra y venta por parte de una misma sociedad comisionista que sean compatibles en posición propia y en posición de FIC o APT.

Cuando alguien agrede la punta de otro puesto de bolsa o es agredido por otra firma comisionista, la operación se considera convenida y opera sin las restricciones propias de las operaciones cruzadas.

Para no afectar la libre concurrencia del mercado o la participación de otros, los participantes de las operaciones solamente pueden acordar previamente los elementos esenciales de una operación sobre acciones o bonos obligatoriamente convertibles en acciones (BOCEAS), siempre y cuando cumplan los requisitos de información establecidos en el Artículo 7.5.1.1.2. del Decreto 2555 de 2010 y en el Artículo 3.1.1.17. del Reglamento General de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC, 2020a).

Fundamentalmente, toda persona que pretenda celebrar una operación pre-cordada sobre acciones, Fondos Bursátiles o Exchange Traded Funds (ETF) o BOCEAS inscritos en la Bolsa debe informar a la SFC y a la Bolsa de valores dicha situación, con 1 mes de anterioridad a la realización de la operación. Si la operación se realiza entre beneficiarios reales solo tiene que informarlo con cinco días comunes de anterioridad, incluyendo los soportes que acrediten la condición de mismo beneficiario real.

11.3.3. Subasta de cierre

De acuerdo con el Artículo 3.2.1. de la Circular Única de la BVC, la subasta de cierre, también llamada *Market On Close* (MOC), es la última sesión de toda la rueda de negociación de instrumentos por continuo. Para algunas especies es la sesión con mayor volumen de negociación en la rueda.

El horario de esta sesión inicia tan pronto termina la de mercado abierto sin control de precios, que es aleatorio según fije el sistema -60 segundos o +60 segundos en las siguientes horas de acuerdo con la temporada del año:

Horario de inicio de una subasta de cierre

01	Fecha	Horario
	Durante el periodo comprendido entre el segundo domingo de marzo y el primer domingo de noviembre.	A las 2:55 p.m. hora local.
	Durante el periodo comprendido entre el primer domingo de noviembre al segundo domingo de marzo*	A las 3:55 p.m. hora local.

* Si el 24 de diciembre es un día hábil bursátil empieza a las 12:55 p.m. hora local.

La subasta de cierre o MOC finaliza en un tiempo aleatorio entre -60 a +60 segundos en el siguiente horario de acuerdo con la temporada en el año:

Fecha	Horario
Durante el periodo comprendido entre el segundo domingo de marzo y el primer domingo de noviembre.	A las 3:00 p.m. hora.
Durante el periodo comprendido entre el primer domingo de noviembre al segundo domingo de marzo*	A las 4:00 p.m. hora local.

11.3.4. Rangos de precios para efectos de negociación

Con el propósito de proteger al mercado de errores de digitación o de permitir reaccionar al mercado de manera adecuada ante movimientos justificados y relevantes en los precios, hay límites superiores e inferiores para el ingreso de precios al sistema. El sistema de negociación realiza una validación del precio ingresado contra los límites superior e inferior del rango de precios para permitir o no el ingreso de la orden al sistema.

En el caso de una orden de compra, el sistema valida que su precio no sea mayor al límite superior del rango de precios; si es superior, el sistema rechaza la orden automáticamente. En el caso de una orden de venta, el sistema valida que el precio no sea menor al límite inferior del rango de precios pues en ese caso el sistema rechaza su ingreso automáticamente BVC (2018a , Artículo 3.4.1.2.3.).

Los límites superiores e inferiores (rangos de precios) se calculan a partir del precio de referencia y el margen de variación de cada acción. Dicho margen de variación depende del grupo de volatilidad asignado a cada especie (con actualización trimestral) cuyos parámetros de cálculo pueden consultarse en el numeral 2 del Artículo 3.2.1.4.2.11. del Reglamento General de la BVC.

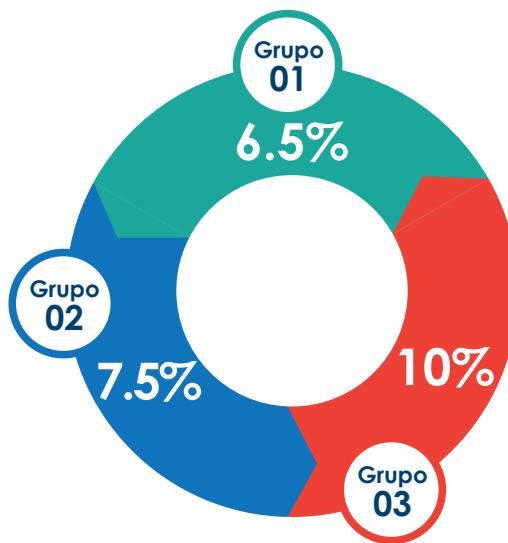


Gráfico 3. Márgenes de variación permitidos para cada grupo
 Fuente: BVC , 2018a, Artículo 3.3.2.2.

Este material es propiedad de AMV, es de consulta gratuita y se encuentra prohibida su venta y uso para fines comerciales

11.4. Sesiones de negociación de acciones no líquidas

Las acciones clasificadas en instrumentos por subasta tienen 13 subastas en el día, incluyendo la subasta de apertura y la subasta de cierre.

11.4.1. Subasta de apertura

La subasta de apertura está vigente en el siguiente horario:

Horario de una subasta de apertura

 Fecha	 Horario
Durante el periodo comprendido entre el segundo domingo de marzo y el primer domingo de noviembre.	De 8:30 a.m. a 9:00 a.m. hora.
Durante el periodo comprendido entre el primer domingo de noviembre al segundo domingo de marzo*	De 9:30 a.m. a 10:00 a.m. hora local.

* Si el 24 de diciembre es un día hábil bursátil el horario es de 9:30 a.m. a 10:00 a.m. hora local

El cierre de la subasta es aleatorio fijado por el sistema en -60 a +60 segundos respecto de la hora de finalización.

En el periodo de subastas se realizan 11 subastas continuas de 29 minutos con cierre aleatorio de -60 a +60 segundos, con los siguientes horarios:

Horario de periodo de subastas

Fecha	Horario
Durante el periodo comprendido entre el segundo domingo de marzo y el primer domingo de noviembre.	De 9:00 a.m. a 2:30 p.m. hora.
Durante el periodo comprendido entre el primer domingo de noviembre al segundo domingo de marzo*	De 10:30 a.m. a 3:30 p.m. hora local.

* Si el 24 de diciembre es un día hábil bursátil el horario es de 10:00 a.m. a 12:30 p.m. hora local

11.4.2. Subasta de cierre

La subasta de cierre tiene el siguiente horario:

Horario de subastas de cierre

Fecha	Horario
Durante el periodo comprendido entre el segundo domingo de marzo y el primer domingo de noviembre.	De 2:30 p.m. a 3:00 p.m. hora.
Durante el periodo comprendido entre el primer domingo de noviembre al segundo domingo de marzo*	De 3:30 p.m. a 4:00 p.m. hora local.

* Si el 24 de diciembre es un día hábil bursátil el horario es de 12:30 p.m. a 1:00 p.m. hora local

El sistema fija de manera aleatoria la finalización de esta subasta en un intervalo de tiempo entre -60 a +60 segundos.

11.4.3. Tipos de órdenes permitidas en subastas de apertura y cierre

Las 13 subastas tienen condiciones de negociación semejantes a las de las subastas de volatilidad o la subasta de cierre de la rueda de instrumentos por continuo. Cada sesión cuenta con un periodo de recepción y difusión de órdenes y de adjudicación. La metodología de calce es también por el algoritmo de precio de equilibrio. Durante el primer periodo, el precio de equilibrio varía constantemente a medida que se ingresan las órdenes y al final todo se adjudica al precio de equilibrio determinado por el algoritmo.

La sesión por subastas tiene dos diferencias respecto a la negociación de instrumentos por continuo:



El periodo de recepción y difusión de órdenes es más extenso (29 minutos + o - 60 segundos).



Las órdenes pueden ingresarse a cualquier precio, puesto que las especies por subasta no cuentan con límites como los instrumentos por continuo (BVC, 2018a, Artículo 3.3.2.2.).

11.5. Negociación de títulos de participación

Los títulos de participación le otorgan el derecho al inversionista a participar de la valorización y de las utilidades generadas por un Patrimonio Autónomo o Titularización. La rentabilidad se compone de la valorización de los activos que hacen parte del vehículo de inversión y los rendimientos que dependen de su comportamiento.

11.5.1. Información y características requeridas en la negociación

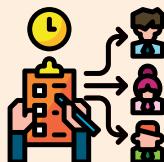
De conformidad con lo previsto en el Artículo 1.1.8.7. del Reglamento del MEC de la BVC, la Bolsa, junto con los diferentes participantes del mercado continuo, inició un proceso de migración de la negociación de los títulos de participación al sistema de renta variable para contar con mayores precisiones en algunos aspectos regulatorios y operativos.

Se espera que para 2021 se complete la migración para que los títulos de participación emitidos por los fondos de inversión colectiva cerrados, fondos de capital privado, patrimonios autónomos o procesos de titularización, migren al sistema de negociación de renta variable.

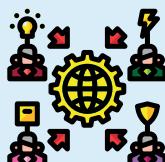
Beneficios del cumplimiento del mercado de Renta Variable a través de la CRCC

A partir de Agosto de 2020 la CRCC se interpone como contrapartida central en las operaciones de contado y TTV's (El ciclo de liquidación cambio de t+3 a t+2)

Beneficios para el Mercado de Renta Variable



Se asegura el cumplimiento de las operaciones con integridad, seguridad y transparencia



Se adoptan las mejores prácticas internacionales



Se contribuye con eficiencias operativas y de capital



Se realiza el neteo de las operaciones generando eficiencias operativas y eliminando los loops.

Fuente: Elaboración propia con base en información de la CRCC

Los fondos, patrimonios autónomos y procesos de titularización que trasladen la negociación de sus valores al sistema de negociación de renta variable deben cumplir con los requisitos de inscripción previstos en el Reglamento y la Circular Única de la BVC. Una vez inscritos para su negociación en el sistema de renta variable, se negocian bajo las reglas de dicho sistema y deben cumplir con los requisitos de revelación de información y demás obligaciones estipuladas en el Reglamento y la Circular Única de la BVC.

12. Sistema de negociación de Repo



Objetivos de aprendizaje

- Identificar las operaciones de Repo o de Reporto.
- Conocer las características generales de las operaciones de Repo y sus limitaciones.
- Distinguir las sesiones de negociación para operaciones de Repo.

12.1. Sesiones de negociación aplicables a Repos

El Reglamento General de la Bolsa de Valores de Colombia, en el Artículo 3.2.1.3.3.1. define las operaciones de Repo como aquellas en las que un participante que posee las acciones, denominado enajenante, transfiere la propiedad a otra, denominada adquirente, a cambio del pago de una suma de dinero denominado monto inicial, y en las que el adquirente al mismo tiempo se compromete a transferir al enajenante valores de la misma especie y características, a cambio del pago de una suma de dinero, denominada monto final, en una fecha posterior previamente acordada.

El monto mínimo de las operaciones Repo que pueden celebrarse en el sistema es el equivalente a 20 salarios mínimos mensuales legales vigentes (SMMLV) a la fecha de celebración de la operación. El monto máximo de las operaciones es el equivalente a COP\$ 100 mil millones (BVC , 2018a, Artículo 3.4.3.2.7.).

Definición de Repo

REPO parte pasiva	REPO parte activa
	
Vende temporalmente unas acciones y tiene el compromiso de comprarlas nuevamente en una fecha posterior a un precio establecido desde el principio.	Compra temporalmente unas acciones y tiene el compromiso de venderlas nuevamente en una fecha posterior a un precio establecido desde el principio
Enajenante	Adquiriente

12.1.1. Preparación de apertura

Según el Artículo 3.4.1.1.1. de la Circular Única de la BVC, la preparación de apertura es la sesión previa a la de negociación. En esta, las sociedades comisionistas por medio de los usuarios autorizados para operar en el sistema, se preparan para la negociación a través de la administración de sus órdenes, sin que queden expuestas al mercado ni generen calces en el sistema.

12.1.2. Mercado abierto sin control de precios

En la Circular Única (Artículo 3.4.2.4.1.), la BVC establece que en la sesión se ingresan, retiran y modifican órdenes en el libro público de órdenes que pueden ser calzadas si cumplen con el algoritmo de calce automático aplicable a la metodología de negociación continua, sin que se tenga un control de precios para el ingreso o modificación de órdenes sobre las especies que se negocian en esta sesión.

Tipos de órdenes permitidas

La BVC también establece en su reglamento (Artículo 3.4.3.1.2.) que durante la sesión preparación de apertura, el sistema permite únicamente el ingreso de órdenes tanto de compra como de venta, al límite y con vigencia hasta el fin de la sesión.

Todas las órdenes ingresadas son de duración diaria y por lo tanto, si al final del día de negociación no fueron activadas, los remanentes se eliminan del sistema.

De conformidad con lo establecido en el Artículo 3.2.1.2.1. del mismo reglamento, durante la sesión de mercado abierto, el sistema permite órdenes al límite con vencimiento hasta fin de sesión.

Restricciones de cruce en mercado abierto

Aplican las mismas que en la rueda de acciones.

12.1.3. Límites de operaciones de Repo

La BVC no permite la realización de nuevas operaciones de Repo sobre acciones cuando la relación entre el número de acciones objeto de operaciones de Repo y el flotante de la respectiva especie supere el límite del 25% correspondiente. El flotante corresponde a aquellas acciones de una emisión que se negocian regularmente en las bolsas de valores y que por consiguiente cambian constantemente de manos. Esta porción de la emisión pertenece a inversionistas minoritarios cuyo único objetivo es especular con ellas en el mercado de valores.

La BVC reanuda la posibilidad de celebrar nuevas operaciones de Repo cuando la relación entre el número de acciones que hayan sido objeto de operaciones de Repo y el flotante de la respectiva especie se encuentre en un 20% o menos (BVC , 2018b, Artículo 3.2.1.3.3.4.).

12.1.4. Garantías en operaciones de Repo

Para determinar el monto inicial por el cual puede constituirse un Repo, es decir para conocer cuánto dinero puede pedir prestado el enajenante a cambio de las acciones que pretende entregar al adquiriente, se calcula descontando un porcentaje de castigo sobre el valor de mercado de la garantía, o *Haircut*, al valor de las acciones.

La CRCC realiza la actualización de este parámetro de manera mensual e informada a la BVC durante los primeros 5 días hábiles de cada mes y posteriormente se publica a través de Boletín informativo por la CRCC durante los cinco 5 días hábiles siguientes. Su entrada en vigencia es el día 15 del mes en curso; en el caso en que este día sea no hábil, su entrada en vigencia es a partir del día hábil siguiente.

El porcentaje de castigo para el enajenante es la garantía desde la perspectiva del adquiriente. Este nivel de garantía debe mantenerse durante la vigencia de la operación. Por tanto, ante movimientos bajistas en la cotización de la acción colocada en garantía, el enajenante debe ajustar a diario, con el propósito de asegurar que el nivel de castigo calculado inicialmente se mantenga.

Para honrar el compromiso de mantener el nivel de castigo, el enajenante tiene la posibilidad de entregar a la CRCC los siguientes activos:

Garantías Admisibles en operaciones Repo



Fuente: Circular Única Cámara de Riesgo Central de Contraparte

En el caso de las acciones, el límite máximo a colocar como garantía es el que represente el 30% del promedio diario del valor negociado en el mercado de contado de la acción correspondiente, durante el mes inmediatamente anterior.

Adicional a las acciones que se envían a la Cámara en la constitución del Repo y a las garantías para mantener el nivel de castigo de las acciones entregadas, la CRCC tiene la potestad de pedir garantías extraordinarias por variación de precios durante la rueda de negociación.

Para establecer la activación de este mecanismo, la Cámara verifica durante el día la volatilidad de los precios de las acciones objeto de las operaciones en el mercado de contado. Cuando la variación de los precios supera los límites establecidos en el Artículo 4.5.3.2. de la Circular Única de la CRCC, la Cámara hace un llamado al margen para proteger al prestamista de los recursos ante desvalorizaciones de las garantías.

13. Condiciones de negociación



Objetivos de aprendizaje:

- Conocer las operaciones de contado y sus características.
- Distinguir los tipos de órdenes para la negociación de acciones.
- Identificar las condiciones de ejecución para las órdenes al negociar acciones.
- Conocer los procesos de corrección o anulación de operaciones y las condiciones para la suspensión de sesiones de los activos.

13.1. Función de liquidez para clasificación de acciones

De acuerdo con el Artículo 3.3.6.3. de la Circular Única de la BVC, la medición de este parámetro tiene diversas formas de cálculo:

- Volumen de transacciones, que se calcula tomando el acumulado en pesos o el número de operaciones realizadas efectivamente o calzadas en el mercado secundario.
- Proporción del Market Cap que se negocia en el mercado secundario.
- Cantidad de ruedas en las que participa la especie con un volumen considerado relevante.

De acuerdo con estos parámetros, las acciones se clasifican en instrumentos de alta y baja liquidez o bursatilidad .

13.2. Criterios para fijar el precio de referencia

Durante un día de negociaciones, una acción puede tomar diferentes precios; no obstante, es solo un precio el que se tiene en cuenta para el cálculo de controles de precio aplicables al ingreso de órdenes en el sistema (solo aplica para instrumentos por continuo), sesiones de mercado disponibles para la realización de operaciones de contado e informes de precio de cierre de la jornada.

Las condiciones que definen este precio de referencia dependen de los siguientes parámetros que establece la BVC en su reglamento, en el Artículo 3.2.1.3.2.3.:



Último precio de la jornada anterior, correspondiente al precio de la última operación calzada o adjudicada en el sistema y que haya marcado precio para la respectiva especie.



Para el caso de valores de Renta variable inscritos en bolsa respecto de los cuales se realizó una oferta pública de manera previa a la negociación del valor en el mercado secundario y que vayan a iniciar su negociación en el sistema a través de las sesiones de mercado para instrumentos por continuo, el precio de referencia puede ser el precio de suscripción de dichos valores.



Para el caso de valores de Renta variable inscritos en la bolsa respecto de las cuales no se realizó una oferta pública de manera previa a la negociación del valor en el mercado secundario y que vayan a iniciar su negociación en el sistema a través de las sesiones de mercado para instrumentos por continuo, el precio de referencia puede corresponder al valor patrimonial de las mismas.

Sin embargo, si el precio determinado bajo las anteriores metodologías no refleja la realidad de mercado, la BVC puede designar discrecionalmente este precio de referencia.

13.3. Efectos de la suspensión de acciones

En el Reglamento general de la BVC se establece que, cuando las acciones alcanzan su límite de volatilidad (6,5%, 7,5% o 10%), se genera una subasta de volatilidad mas no una suspensión. La suspensión se da solamente cuando se anuncia

una operación especial, es decir, una decisión por parte de la SFC con el fin de proteger los intereses de los inversionistas.

13.4. Efectos de la suspensión de ruedas

Con el objetivo de proteger al mercado y dar igualdad de condiciones en la negociación, el presidente de la rueda de negociación puede suspenderla, según el Artículo 3.8.1. de la Circular Única de la BVC (2018a), cuando:



Varias sociedades comisionistas activas que cumplan con las especificaciones técnicas requeridas de hardware, software y comunicaciones para acceder y operar en el sistema, establecidas de conformidad con el reglamento general, comuniquen que tienen problemas generalizados para acceder al sistema o circunstancias que dificulten el ingreso, modificación o eliminación de órdenes, o la participación en las sesiones de mercado.



Por causas del sistema una o más sociedades comisionistas activas manifiesten que se produjo el calce o registro de operaciones cuyas condiciones no corresponden a las ingresadas por las partes al sistema.



La SFC lo solicite.



Se pueda afectar el curso normal del proceso en cualquiera de las sesiones de negociación del sistema.

Cuando se toma la decisión de suspender las ruedas o sesiones de mercado se informa a las sociedades comisionistas, al Autorregulador del Mercado de Valores (AMV), a la SFC y al público en general.

13.5. Beneficiario real

Un beneficiario real es, según define la Agencia Nacional de Infraestructura (ANI), cualquier persona o grupo de personas que, directa por sí mismas o indirectamente a través de interpuesta persona, por virtud de contrato, convenio o de cualquier otra manera, tenga respecto del contrato, del concesionario, del patrimonio au-

tónomo, incluyendo cualquier patrimonio autónomo-deuda, capacidad decisoria esto es, la facultad o el poder de votar en la elección de directivas o representantes o, de dirigir, orientar y controlar dicho voto, así como la facultad o el poder de enajenar y ordenar la enajenación o gravamen de la acción en el concesionario o la participación en el contrato o en el patrimonio autónomo, incluyendo cualquier patrimonio autónomo-deuda. También son un mismo beneficiario real el cónyuge o compañero permanente y los parientes dentro del segundo grado de consanguinidad, segundo de afinidad y único civil del concesionario o de cualquiera de los accionistas del concesionario. Igualmente, constituyen un mismo beneficiario real las sociedades matrices y sus subordinadas.

13.6. Obligatoriedad de registro en bolsa de las acciones

Todas las transacciones en acciones inscritas en la Bolsa de Valores de Colombia que representen un valor igual o superior al equivalente en pesos de 66.000 Unidades de Valor Real (UVR) deben realizarse obligatoriamente a través del sistema transaccional Master Trader.

Si una transacción debe registrarse obligatoriamente en bolsa es necesario hallar el equivalente en pesos de la norma. Para realizar el cálculo se debe conocer el valor de la UVR del día de la transacción.

El Artículo 6 .15.1.1.1. del Decreto 2555 de 2010, señala que también se eximen de esta obligación algunas transacciones como:



Cualquier excepción debe cumplir con un mínimo de requisitos y autorizaciones que deben ser consultados en las normas correspondientes.

En esta obligación todas las transacciones realizadas en un periodo de 120 días comunes se consideran una misma operación.

13.7. Anulaciones

Según el Artículo 3.1.7. de la Circular Única de la BVC, si bien se cuenta con la condición de irrevocabilidad y firmeza de los negocios en Bolsa, existen circunstancias en las cuales puede anularse la operación luego de calzada, como cuando se comete error en la digitación.

Si el operador cometió el error, cuenta con 10 minutos posteriores al calce de la operación para informarlo a la BVC y solicitar la anulación a través de sistema. La contraparte cuenta con otros 10 minutos para autorizar o no la anulación. Si se cometió un error en la digitación del precio de una operación, la BVC puede aplicar el criterio y procedimiento de anulación a través de la conformación de la muestra y el cálculo de la variación. Este procedimiento se aplica para todas las operaciones cruzadas con solicitudes de anulación y puede aplicarse para todas las operaciones convenidas donde la contraparte que debía aprobar la anulación, la rechace. En el caso de operaciones convenidas, la aplicación del procedimiento debe solicitarse por la contraparte interesada durante los 10 minutos posteriores al error.

Para aplicar este criterio, la BVC toma 5 operaciones anteriores y 5 posteriores a la operación respecto de la cual se solicitó la anulación, bajo las siguientes condiciones:

- La muestra se conforma por operaciones de la misma especie con solicitud de anulación.
- Dentro de la muestra no se incluyen operaciones con solicitud de anulación.
- Las operaciones de la muestra deben corresponder a la misma sesión de negociación.
- Se considera que no existe muestra si no existen operaciones suficientes para conformarla. No obstante, la bolsa puede esperar hasta 10 minutos después de solicitada la anulación para que se completen las 5 operaciones posteriores a la muestra.

Sobre la muestra identificada se calcula el promedio simple tanto para las operaciones anteriores como para las posteriores. Sobre cada precio promedio resultante se calcula la variación porcentual respecto a la operación solicitada en anulación. Si la variación excede el +40% o el -40% la BVC procede a la anulación de las operaciones contrastadas dado que se evidencia error en el precio. También procede la anulación de todas aquellas operaciones en condición de stop que se hubiesen ejecutado como consecuencia del calce de las operaciones anuladas.

Por último, en el Artículo 3.4.1.4. del Reglamento de la BVC se establece que la anulación solo puede darse si la operación en cuestión no hubiese sido calzada en un evento de subasta con calce a precio de equilibrio. Una vez anulada la opera-

ción, la bolsa la elimina de sus registros e informa al mercado a través del sistema si la rueda está abierta o en caso contrario mediante aviso a través del boletín diario.

13.8. Corrección de datos de operaciones

Las condiciones de negociación que dieron lugar a un calce son de carácter irrevocable, es decir ninguna de las condiciones de la negociación puede modificarse o corregirse. No obstante, los parámetros de la complementación de la operación sí pueden ser modificados.

El proceso de complementación se surte luego del calce de la operación; a través de este, la SCB asocia la operación con el comprador o vendedor final. Es en la complementación donde se bautiza la operación y se deja registrada en el sistema la información acerca del responsable.

No puede corregirse la información referente a la posición bajo la cual se hizo la operación. La posición es la clasificación que se hace respecto al tipo de operador que hizo la transacción.

Las operaciones pueden hacerse en:



Esta medida se adopta para evitar conflictos de interés que surgen entre los diferentes vehículos de inversión administrados por una misma SCB .

La BVC tiene la facultad de realizar el cambio de posición de una operación por solicitud expresa de la SCB únicamente para efectos de que la posición propia pueda asumir una operación celebrada en posición de terceros, de FIC o de portafolios de terceros administrados por la misma sociedad comisionista. Dicha modificación solo puede realizarse una única vez por operación y en todo caso debe observar las restricciones aplicables a la celebración de operaciones cruzadas, respecto de las cuales la posición propia no puede celebrar operaciones cruzadas con sus FIC o portafolios de terceros administrados (BVC , 2018, Artículo 3.7.1.; BVC, 2018b, Artículo 3.4.2.2.).

14. Operaciones especiales



Objetivos de aprendizaje

- Entender el proceso de una Oferta Pública de Adquisición (OPA).
- Definir los casos en que es obligatorio realizar una OPA.
- Listar los elementos que debe contener una OPA.
- Conocer la diferencia entre ofertas competitadoras y concurrentes.

14.1. Ofertas Públicas de Adquisición (OPA)

De acuerdo a Andbank (2012), una Oferta Pública de Adquisición (OPA) es una operación en la que personas naturales o jurídicas (oferentes) hacen a todos los accionistas minoritarios o mayoritarios de una compañía que cotiza en el mercado secundario, una oferta de compra de sus acciones a cambio de unas condiciones de remuneración que puede ser en efectivo o sistemas de pago mixto (efectivo y acciones del adquiriente).

En Colombia se lleva a cabo en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC). Internacionalmente, y Colombia no es la excepción, las OPA pueden ser obligatorias o voluntarias. Las primeras buscan adquirir el 100% de la participación en la compañía que se desea comprar a un precio determinado. En las voluntarias, el oferente puede establecer las condiciones que crea oportunas en su proceso de adquisición de la compañía objetivo. Se conoce como OPA competitora cuando a un oferente que ha presentado una OPA por determinada compañía le sale otro competidor con una OPA diferente a la original dentro de los plazos estipulados.

Una OPA de exclusión se da cuando el oferente quiere que la compañía adquirida deje de cotizar en bolsa. La OPA también puede ser hostil o amistosa: en la primera, los oferentes hacen la oferta a los accionistas de la empresa a adquirir independientemente de que la Gerencia y la Junta directiva de la empresa estén de acuerdo, y en la segunda, los oferentes cuentan con el apoyo de la Gerencia y de la Junta directiva de la empresa a adquirir en el proceso de su OPA (Andbank, 2012).

En Colombia, el proceso para realizar una OPA está reglamentado en los artículos 6.15.2.1.1. al 6.15.2.1.25. del Título 2 del Decreto 2555 de 2010.



Para recordar

Si una sociedad inversionista hace una OPA por el 100% de las acciones de la compañía ABC, esa es una OPA obligatoria.

14.1.1. Obligatoriedad de adquirir a través de una oferta pública de adquisición

De acuerdo con el Artículo 6.15.2.1.1. del Decreto 2555 de 2010, en Colombia está obligada a hacer una OPA toda persona natural o jurídica que desee adquirir el 25% o más de la participación de una compañía cuyas acciones se encuentren inscritas en la BVC. Igualmente, cualquier accionista que tenga una participación igual o superior al 25% representado en títulos que le den derecho a voto (acciones ordinarias, privilegiadas o convertibles) y quiera incrementar su participación adicional en más de un 5% con otros títulos con derecho a voto debe realizar una OPA por el porcentaje que desee adquirir.



Para recordar

Si se desea adquirir el 20% de las acciones circulantes en la BVC de la compañía ABC y no se tiene ninguna acción de dicha compañía, no se está obligado a hacer una OPA porque el porcentaje es menor al 25%.

14.1.2. Eventos en que no se debe realizar una OPA

Según el Artículo 6.15.2.1.1. del Decreto 2555 de 2010, en Colombia no es necesario realizar una OPA para adquirir una compañía en estos casos:

1. Cuando el 100% de los accionistas con derecho a voto de la compañía que va ser adquirida están de acuerdo con la transacción y lo manifiestan por escrito.
2. Cuando el oferente adquiera la propiedad mediante un proceso de privatización de una empresa pública y comercial del estado.
3. Cuando una compañía readquiere sus mismas acciones en el mercado secundario mediante un proceso de recompra.
4. En la emisión de acciones por parte de una sociedad con derecho a voto.
5. Cuando se haga trueque de deudas por acciones
6. Cuando una persona natural o jurídica adquiere propiedad en actos administrativos como donación, sucesión (herencia), dación de pago, litigio o liquidación.

En todos los casos, el beneficiario o nuevo propietario de las acciones debe informar a la SFC del evento.



Para recordar

Si una compañía extranjera compra el 40% de la propiedad de una empresa pública colombiana que cotiza en bolsa, no debe realizar una OPA dado que está dentro de las excepciones establecidas por la ley.

14.1.3. Autorización de la OPA

De acuerdo con el Artículo 6.15.2.1.6. del Decreto 2555 de 2010, en Colombia, la autorización de la OPA la hace la SFC y debe ser aprobada en un plazo de 5 días hábiles si se cumplen los siguientes de requisitos:

1. Cuadernillo de oferta donde se establecen las condiciones de compra.
2. Proyecto de oferta.
3. Autorización de las entidades reguladoras de un sector específico que ejerzan algún tipo de control sobre la empresa a ser adquirida.
4. Las personas jurídicas, nacionales y extranjeras, deben acreditar su existencia mediante un certificado de constitución y representación legal que debe ser expedido con una antigüedad menor a 3 meses.
5. Tener el visto bueno de la Superintendencia de Industria y Comercio de que la adquisición por parte del oferente no lleva a prácticas comerciales restrictivas, como la conformación de monopolios de mercado.
6. El oferente debe dar una declaración juramentada donde registre que las únicas condiciones de compra existente son las que están en el cuadernillo de oferta.
7. Cualquier solicitud adicional por parte de la SFC.

Si hay observaciones de la SFC, se subsanan, y cuando esta dé su aprobación, se procede a publicar la OPA.

14.1.4. Readquisición de acciones

La readquisición de acciones en Colombia está regulada por el Artículo 396 del Código de Comercio (Supersociedades, 2017). Debe hacerse con las utilidades líquidas con que cuente la sociedad interesada en hacer la operación y con la reserva provisionada para tal fin. La compañía debe hacer pública la oferta de readquisición ante la SFC y otros medios de comunicación.

Adicionalmente, la oferta debe estar acompañada de un reglamento interno que contenga ciertas condiciones, como la cantidad de acciones que desee recomprar de acuerdo con la suma destinada para el efecto, el precio fijado para la readquisición, la forma de pago y el plazo que tiene la compañía para el pago de las acciones recompradas. A su vez, la recompra debe ser aprobada por el 70% de los accionistas con derecho a voto.



Para recordar

En el caso en que el 50% de los accionistas de una empresa aprobó una recompra de acciones para el último trimestre del año, no puede realizarse esa recompra porque debe contar con mínimo la aprobación del 70% de los accionistas con derecho a voto.

14.1.5. Comunicación de la OPA

Según el Artículo 6.15.2.1.7. del Decreto 2555 de 2010, en Colombia, debe hacerse toda OPA a todos los tenedores de capital con derecho a voto, es decir, acciones ordinarias con derecho a voto, valores convertibles en acciones con derecho a voto o que den derecho a su suscripción, cualquier otro tipo de título valor o título contingente o representativos que den derecho a voto. El oferente debe publicar el aviso de oferta pública de adquisición por lo menos 3 veces en un intervalo de 5 días calendario, en forma destacada en las páginas económicas de diarios de amplia circulación nacional y en el boletín oficial de la Bolsa. Estas publicaciones deben realizarse dentro de los cinco 5 días calendario posteriores a la aprobación de la OPA por parte de la SFC. El plazo para la aceptación de la OPA es determinado por el oferente y no puede ser inferior a 10 días hábiles ni superior a 30 días hábiles; dentro de este rango el oferente puede solicitar un prorroga con tres días de antelación a la fecha de vencimiento de su oferta, si este plazo no supera todavía los 30 días hábiles.



Para recordar

Un oferente hizo una OPA con vencimiento en 29 días hábiles. En el día 29 decide solicitar una prorroga de cuatro (4) días hábiles. Sin embargo, no se le debe otorgar la prorroga porque se superaría el plazo otorgado por la ley.

14.1.6. Contraprestación de los valores objeto de la OPA

De acuerdo con el Artículo 6.15.2.1.9. del Decreto 2555 de 2010, el pago de las acciones u otros títulos de participación de capital que deseé comprar el adquirente debe realizarse en moneda legal colombiana, en divisas o en otros títulos valores. En el caso de que el pago sea en títulos valores internacionales (acciones de compañías extranjeras, bonos soberanos y de entidades multilaterales), deben estar inscritos en una bolsa de valores internacionalmente reconocida. En el caso de bonos corporativos, una calificadora de riesgos debidamente acreditada debe otorgarles la calificación de riesgo.

En caso de que el pago de la OPA sea en valores, el oferente tiene que pagar al menos el 30% del valor acordado en dinero. En caso de que la OPA se base en un intercambio de acciones por parte del oferente y este se encuentre inscrito en la BVC, la operación debe resultar en que la parte adquirida debe quedar con al

menos el 25% del capital con derecho a voto de la ofertante. Cuando una compañía que no cotiza en bolsa adquiere otra inscrita, la oferta debe ser en dinero.



Para recordar

No es posible hacer una OPA que pague el 10% en dinero y el restante en acciones por parte del oferente a una compañía inscrita en la BVC porque el porcentaje mínimo en dinero debe ser el 30%.

14.1.7. Contenido del aviso

El aviso público de OPA debe contener los siguientes elementos de acuerdo con lo establecido en el Artículo 6.15.2.1.12. del Decreto 2555 de 2010:

1. Razón social del oferente.
2. El número máximo y mínimo de los valores que desea adquirir en un rango predeterminado de 20%, es decir que si la oferta mínima es 60%, la máxima debe ser 80%. Si es más de 80% puede llegar a 100%.
3. Porcentaje del capital con derecho a voto del que sería beneficiario el oferente.
4. Contraprestación ofrecida por los valores de acuerdo con las condiciones del numeral anterior.
5. Precio al que ofrece comprar y en caso de intercambio de títulos valor el precio a que estén tasados.
6. Plazo establecido para efectuar la transacción o forma de pago.
7. Nombre de la sociedad o intermediarios financieros por los cuales se realiza la oferta.
8. Fechas de horas de inicio y de finalización de la oferta.
9. Bolsa de valores donde se realiza la operación.
10. Revelación de información en relación con preacuerdos si los hubiere con la compañía que va a ser adquirida.
11. Mención de que el cuadernillo de ventas se encuentra disponible en la SFC, la bolsa de valores, la oficina del oferente y otros intermediarios financieros que participan de la oferta.
12. Mención de las autorizaciones que fue objeto la oferta por parte de las autoridades competentes.

14.1.8. Ofertas competitadoras

De acuerdo con el Artículo 6.15.2.1.14. del Decreto 2555 de 2010, se conoce como oferta competitadora cualquier otra OPA que haga otro oferente sobre la misma compañía antes del vencimiento de los términos de aceptación de la primera OPA. En Colombia, la OPA competitadora tiene que hacer el mismo proceso de aprobación de la primera OPA y adicionalmente debe tener los siguientes elementos de acuerdo con lo establecido en el artículo mencionado anteriormente:

1. No puede haber colusión entre los dos oferentes.
2. La oferta competitadora debe ser publicada a más tardar 2 días hábiles antes del vencimiento de la OPA original.
3. La OPA competitadora no puede ser por menor número de acciones y precio que la oferta original.
4. La OPA competitadora debe ser mejor que la original y se entiende que es mejor cuando el precio ofrecido y de participación es al menos un 5% superior al de la OPA original.
5. Si la OPA original tenía un componente de pago en valores, el de la competitadora debe ser superior. Si la OPA original solo ofreció efectivo, la competitadora solo puede ofrecer efectivo.
6. Sobre el plazo de pago, si la OPA original ofreció contado, la competitadora debe ofrecer contado; si el plazo de la OPA original es, por ejemplo, un mes, la competitadora debe ser menor a un mes.
7. Si hay aceptaciones previas antes de tener una oferta competitadora, se transferirán automáticamente a la competitadora.

14.1.9. Ofertas concurrentes

De acuerdo con el Artículo 6.15.2.1.15. del Decreto 2555 de 2010, las ofertas concurrentes pueden coincidir en número de acciones compradas o precio; se asigna a la que tiene mayor precio; en caso de que tengan el mismo precio, se le asigna al que combre el mayor número de acciones; si están empatadas en todos los sentidos, se le asigna al primer oferente que presentó su OPA.

15. Ventas en corto



Objetivos de aprendizaje

- Definir una venta en corto y conocer su funcionamiento.
- Comprender las condiciones para realizar ventas en corto.
- Identificar las operaciones de Transferencia Temporal de Valores (TTV) y comprender su funcionamiento.
- Conocer las garantías para realizar operaciones TTV y su forma de constitución.

La venta en corto es una operación que permite la venta de títulos que no se poseen o que fueron prestados con anterioridad a través de una Transferencia Temporal de Valores (TTV), con la esperanza de comprarlos más adelante a un precio menor. En la venta en corto, donde se vende sin tenerse los valores, las acciones pueden comprarse en la misma rueda. Si no se compran, deben conseguirse los valores prestados mediante una TTV antes de finalizada la rueda.

Por ningún motivo una venta en corto puede quedar descubierta, es decir, siempre debe ser respaldada por una compra posterior el mismo día o por una TTV vi gente hasta el día del cumplimiento de la compra definitiva.

La operación en corto finaliza cuando se compran de manera definitiva los valores vendidos en un primer instante y se entregan al comprador o al prestamista de los valores según el Artículo 2.9.13.1.1. del Decreto 2555 de 2010.

15.1. Transferencia Temporal de Valores (TTV)

Mediante las operaciones de Transferencia Temporal de Valores (TTV) pueden prestarse o pedirse prestadas acciones. Es una manera adicional de obtener rentabilidad sobre las acciones que se tienen en el portafolio y aprovechar diferentes oportunidades que el mercado ofrece. La rentabilidad proviene del pago de un interés a cambio del préstamo de las acciones, como en un préstamo en dinero.

En la TTV intervienen el originador, quien tiene las acciones y las presta, y el receptor quien las pide prestadas. Con la operación se transfiere la propiedad sobre los valores objeto del préstamo, es decir que todos los derechos económicos y políticos de las acciones se transfieren del originador al receptor.

Así, la TTV se diferencia de la operación de Repo porque en esta última es el enajenante quien inicialmente poseía las acciones y decide transferir su propiedad al adquiriente como garantía de la suma de dinero que le fue prestada. En la TTV son acciones las que se entregan en calidad de préstamo por parte del originador.

Para la contraprestación del adquiriente en un Repo y del receptor en una TTV, ambos se comprometen a pagar una suma de dinero al completarse la vigencia de las operaciones.

Respecto a los derechos que confieren los títulos valores, el enajenante de un Repo conserva los derechos económicos y políticos que los títulos puedan generar. En una TTV, el originador no cuenta con derechos políticos durante la vigencia de la operación, pero tiene derecho a los beneficios económicos que generen los títulos. De esta forma, el receptor de una TTV debe reconocer al originador una suma equivalente a los beneficios económicos que el título haya pagado con la devolución de los títulos que le fueron prestados.

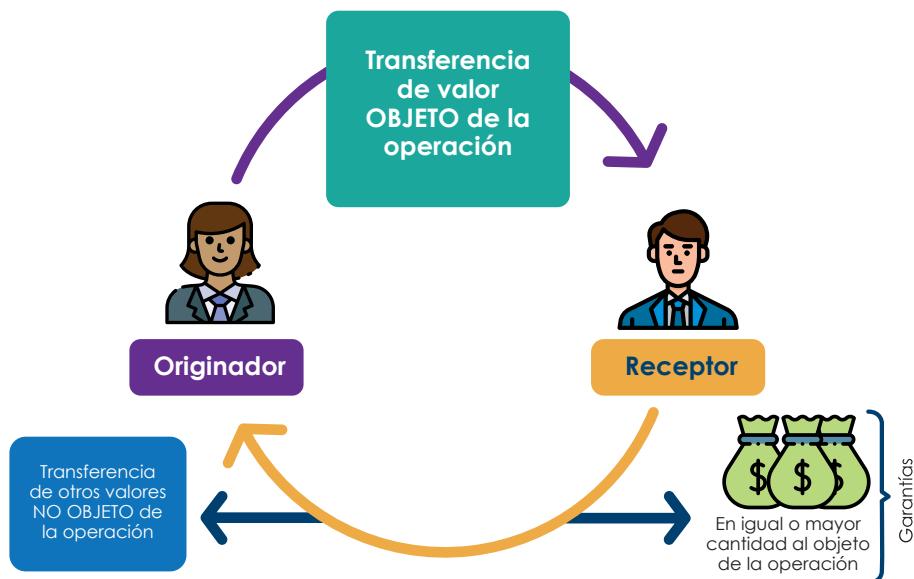


Diagrama 4. Estructura de una operación TTV sobre acciones

Como establece el Reglamento general de la BVC en el Artículo 3.2.1.3.6.1., la TTV está compuesta por dos operaciones, operación inicial y operación de regreso. En la inicial, el originador le presta los títulos al receptor y en la operación de regreso el receptor devuelve los títulos al originador.

Estas operaciones se registran simultáneamente el mismo día, pero pueden cumplirse en momentos diferentes. El cumplimiento de la operación inicial puede hacerse desde *t+0* hasta *t+3* considerando días hábiles bursátiles. La operación de regreso puede cumplirse desde *t+1* hasta *t+365* días calendario.

A cambio del préstamo de los títulos, el receptor paga al originador un interés como si se tratase de un préstamo monetario, que se calcula sobre el Valor Base (VB) de la operación. El valor base se calcula multiplicando el precio de referencia de la especie en préstamo por la cantidad de acciones a ser transferidas. El receptor se obliga a pagar sobre ese monto un interés proporcional al tiempo que transcurra entre el cumplimiento de la operación inicial y la de regreso. Los intereses se pagan de manera anticipada el día del cumplimiento de la operación inicial a pesar que se calculen a partir de una fórmula de interés al vencimiento.

No pueden realizarse nuevas operaciones TTV cuando la negociación de la especie se encuentre suspendida, excepto cuando la suspensión responde a la realización de una OPA, martillo, readquisición de acciones, democratización, fusión, escisión, split o demás eventos corporativos que impliquen una orden de suspensión por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia. Para proteger al mercado, la BVC puede suspender la negociación de otras operaciones TTV .

Si durante el plazo de la operación TTV, la acción es objeto de un split o escisión, los nuevos valores corresponden al originador. De igual forma, los títulos aportados en garantía por el receptor que sean objeto de este tipo de eventos corresponden al receptor.

Igualmente, si en el periodo que dura la transferencia hay pago de dividendos o algún derecho económico que merezcan las acciones prestadas, pertenece al originador. Por lo anterior, el receptor está en la obligación de devolverlos al originador en la misma fecha en que tenga lugar dicho pago. Lo anterior también aplica para las garantías que el receptor constituya en valores. Tanto receptor como originador dan fe del cumplimiento de esta obligación mediante confirmación a través del sistema de cumplimiento de la BVC el día de la operación de regreso (BVC , 2018b, Artículo 3.2.1.3.6.5.). En las operaciones TTV, la transferencia de estos derechos es responsabilidad de las sociedades comisionistas.

15.2. Límites de operaciones TTV

En el caso de órdenes de compra, la mejor orden es la de mayor tasa y en el caso de órdenes de venta, la mejor es la de menor tasa y prevalece el orden cronológico, 'primero en tiempo, primero en derecho'. Las órdenes de compra y venta pueden ser calzadas parcial o totalmente (BVC , 2018a, Artículo 3.4.6.2.1.).

Pueden incluirse únicamente órdenes límite y con duración hasta el fin de la sesión. Todas las órdenes al final del día de negociación se eliminan del sistema si no fueron calzadas.

La mínima cantidad de acciones a transferir es una acción y no está permitido el fraccionamiento por compra ni por venta en la complementación de operaciones TTV, es decir que la operación de compra y la de venta deben ser adjudicadas a un solo beneficiario.

15.3. Garantías en operaciones TTV

Las garantías admisibles para respaldar operaciones TTV tanto para las garantías iniciales como garantías de variación son :

- Dinero en efectivo colocado a través de la cuenta única de depósito del Banco de la República
- Acciones clasificadas en los grupos de liquidez A, B y C
- Títulos TES de cotización obligatoria establecidos en el programa de credores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público o TES de corto plazo (TCO).

De ninguna manera pueden colocarse como garantía acciones de la misma especie transferida en la TTV. En el caso de que las garantías sean en efectivo, independientemente del valor base de la transferencia, no pueden constituirse ni liberarse por un monto inferior a 2 SMMLV (BVC , 2018a, Artículo 3.4.6.4.9.).

Cuando las garantías son colocadas en títulos, el receptor transfiere al originador la propiedad y por ende el originador adquiere plenos derechos económicos y políticos sobre los títulos recibidos en garantía. Igualmente, el originador debe hacer devolución de todos los derechos económicos el día que se obtengan y es responsabilidad de la SCB hacerlo.

El originador puede identificar qué tipo de garantía respalda la TTV, con base en el sufijo que tiene el código Nemotécnico.

Las garantías siempre deben tener el mínimo de cobertura que se exige para cada especie hasta el día del cumplimiento de la operación de regreso. Por esta razón, la BVC las valora diariamente y solicita garantías de variación cuando las mismas no son suficientes por la variación del mercado.

Horario de negociación de operaciones TTV

 Fecha	Horario 
<p>Durante el periodo comprendido entre el segundo domingo de marzo y el primer domingo de noviembre.</p>	<p>De 8:30 a.m. a 6:00 p.m. hora.</p>
<p>Durante el periodo comprendido entre el primer domingo de noviembre al segundo domingo de marzo.</p>	<p>De 9:30 a.m. a 6:00 p.m. hora local.</p>

16. Sistemas electrónicos de ruteo de órdenes *E-Trading*



Objetivo de aprendizaje

- Conocer las características generales de los sistemas electrónicos de ruteo.

La BVC establece en su Reglamento general (Artículo 4.2.1.4.) que puede autorizar sistemas electrónicos de ruteo de órdenes *E-Trading* son plataformas electrónicas de enrutamiento de órdenes al mercado de capitales, que ofrecen acceso directo y en tiempo real, sin la necesidad de tener una persona que reciba la orden y la ingrese al sistema. El *E-Trading* en los mercados desarrollados es frecuente y gran parte de las negociaciones se hacen a través de este medio.

El *E-Trading* por lo general ofrece mejores costos para operar porque no tiene tantos intermediarios; sin embargo, requiere un conocimiento experto para saber ingresar las órdenes y tomar decisiones autónomamente sin la asesoría o el acompañamiento.

La mayoría de firmas comisionistas en Colombia cuentan con este servicio y funciona para el inversionista, casi como si estuviera sentado operando en la pantalla de un corredor de Bolsa. Las firmas comisionistas establecen las condiciones y costos de operación, así como montos mínimos de operación para poder sostener el servicio.

En los sistemas de *E-Trading* además de poder operar el mercado, se puede tener acceso a los informes de investigaciones económicas y noticias, ver profundidad de puntas de mercado y auto gestionar los ingresos y salidas de dinero de la plataforma, dependiendo de lo que cada firma tenga habilitado.

17. Aspectos societarios y de gobierno corporativo



Objetivos de aprendizaje

- Listar las diferencias entre una fusión y una escisión.
- Comprender qué es la transformación.
- Describir los derechos de retiro y de preferencia.

17.1. Fusión

La fusión es una reforma a los estatutos de una o más compañías donde estas se disuelven sin liquidarse y transfieren todo su capital social para ser absorbido por otra sociedad o crear una nueva sociedad, como establece la Superintendencia de Sociedades (s.f.a). En Colombia, un proceso de fusión entre compañías requiere autorización previa por parte de la Superintendencia de Sociedades, para el caso de intermediarios financieros, el proceso lo debe autorizar la SFC. Conceptualmente, las compañías hacen fusiones como un mecanismo para generar crecimiento. Otras compañías hacen fusiones con el propósito de diversificar sus negocios adquiriendo mercados ya establecidos.

La literatura académica presenta opiniones divergentes con respecto a que si las fusiones y adquisiciones son benéficas en el corto y largo plazo. Kaplan (2016) muestra con evidencia empírica que desde el punto de vista contable la gran mayoría de la fusiones crean valor para sus accionistas, sobre todo las fusiones de empresas medianas. El autor argumenta que el mito de que las fusiones no generan valor se basa simplemente en los fracasos en las fusiones de pocas megaempresas que llenan los titulares de la prensa financiera, pero que no hay nada que realmen-

te demuestre que las fusiones en el corto y largo plazo destruyen más valor del que realmente crean.



Para recordar

Una compañía que fabrica cemento decide unirse en una sola razón social con otra compañía que fabrica concreto, para tener un portafolio más completo para sus clientes.

Este es un ejemplo de fusión.

17.2. Escisión

La escisión es exactamente lo opuesto a la fusión: una compañía modifica sus estatutos para dividir su patrimonio en varias partes para crear una o más razones sociales o transferir la propiedad de una parte de la compañía original a otra compañía (Supersociedades, s.f.c.). En Colombia un proceso de escisión entre compañías requiere autorización previa por parte de la Superintendencia de Sociedades para el caso de intermediarios financieros el proceso lo debe autorizar la Superfinanciera.

Las escisiones se hacen con el propósito de vender una unidad de negocio en la cual la compañía no desea seguir por razones estratégicas, para volver más eficiente el negocio que se escinde en términos de gerencia o cuando se ve la oportunidad de generar ingresos importantes para otras inversiones con la venta de esa unidad de negocio.



Para recordar

Una sociedad inversionista que es dueña de una aerolínea, una inmobiliaria y un negocio de domicilios decide conformar tres sociedades diferentes para manejar cada negocio de manera independiente.

Este es un ejemplo de escisión.

17.3. Transformación

De acuerdo con el Código de Comercio, una transformación societaria ocurre cuando una compañía hace una reforma de sus estatutos para cambiar el tipo de sociedad a la que se encuentra adscrito a otra. El cambio de una sociedad

limitada a una sociedad anónima o de sociedad limitada a sociedad anónima simplificada son ejemplos de transformación societaria.

17.4. Derecho de retiro

De acuerdo con la Superintendencia de Sociedades (2008), si en casos de fusión, escisión o transformación, un socio de las compañías afectadas no está de acuerdo porque esto representa una mayor responsabilidad o desmejora sus derechos patrimoniales, puede ejercer el derecho de retiro. Al ejercerlo, la sociedad está obligada a ofrecer a los otros socios las acciones del socio que ejerció este derecho. En caso de que ningún socio esté interesado la empresa compra la participación de dicho socio a un precio preestablecido por valores de mercado o concepto de un perito.

17.5. Derecho de preferencia

El derecho de preferencia, de acuerdo con lo establecido en el Código de Comercio, es el derecho que tienen todos los accionistas antiguos de una compañía de suscribir nuevas acciones de la misma de manera preferencial y en la proporción que para efecto de la operación se predetermine. Conceptualmente, el derecho de preferencia existe para que los accionistas antiguos tengan la posibilidad de mantener igual su poder patrimonial y político en caso de participación de nuevos accionistas en la compañía (Supersociedades, s.f.b).

Referencias

AMV -Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia (2015). Reglamento de Autorregulación Voluntaria en Divisas. Disponible en:

<https://www.amvcolombia.org.co/normativa-y-buenas-practicas/normativa-del-mercado-de-valores/#normativa-reglamentos>

Andbank (2012). ¿Qué es una OPA y cuántos tipos hay? Recuperado de: <https://www.andbank.es/observatoriodelinversor/que-es-una-opa-y-cuantos-tipos-hay/#:~:text=Una%20oferta%20p%C3%A1blica%20de%20adquisici%C3%B3n,a%20cambio%20de%20un%20precio.>

ANI -Agencia Nacional de Infraestructura (s.f.). Beneficiario real. Recuperado de: <https://www.ani.gov.co/glosario/beneficiario-real>

Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A. (2011). Investments. Ninth Edition. New York: McGraw-Hill Irwin.

Bolsa de Barcelona (s.f.). Funciones económicas de una acción. Recuperado de: <https://www.borsabcn.es/esp/Inversores/Formacion/Invertir/FAQS.aspx#-faq16>

BVC -Bolsa de Valores de Colombia. (2018). Índices bursátiles. Recuperado de: https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/descripciongeneral/indicesbursatiles?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=772d448f_13f75d73b77_9bf0a0a600b&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.

BVC -Bolsa de Valores de Colombia (2018a). MGC Mercado Global Colombiano. Recuperado de: https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercado+Global/Guia_MGC?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=5ca02db5_13fcf8a69f5_-30e50a0a600b&rp.revisionNumber=2&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps.pagesvc.targetPage=1f9a1c33_132040fa022_-78750a0a600b&com.tibco.ps.pagesvc.mode=resource&rp.redirectPage=1f9a1c33_132040fa022_-787e0a0a600b

BVC -Bolsa de Valores de Colombia. (2018b). Metodología para el cálculo del índice general COLEQTY. Bogotá.

BVC -Bolsa de Valores de Colombia. (2020). Circular Única BVC. Bogotá.

BVC -Bolsa de Valores de Colombia. (2020a). Reglamento general BVC. Bogotá.

BVC -Bolsa de Valores de Colombia. (2020b). Reglamento general MEC. Bogotá.

BVC -Bolsa de Valores de Colombia (2020c). Títulos de participación. Recuperado de:

https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Prospectos/Prospectos_Titulos_Participacion?action=dummy

BVC -Bolsa de Valores de Colombia (2020d). Boletines. Recuperado de:

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

Bourgi, S. (2017). What Are ADR Dividend Stocks? Recuperado de:

<https://www.dividend.com/how-to-invest/what-are-adr-dividend-stocks/#:~:text=The%20trustee%20bank%20that%20holds,until%20the%20actual%20payment%20date.>

Brealey, R., Myers, S. & Allen, F. (2010). Principios de finanzas corporativas. Novena ed. México D.F.: McGraw Hill.

CRCC -Cámara de Riesgo Central de Contraparte (2020). Circular Única Cámara de Riesgo Central de Contraparte. 12 de junio, Bogotá.

CFA Institute (S.F.). Analysis of Dividends and Share Repurchases. Recuperado de:

<https://www.cfainstitute.org/en/membership/professional-development/refresher-readings/2020/analysis-dividends-share-repurchases>

Código de Comercio (s.f.). Acciones sociedades anónimas. Recuperado de:

<https://co.biblioteca.legal/codigo-comercio/acciones-sociedad-anonima>

Congreso de Colombia (1995). Ley 222 del 20 de diciembre de 1995. Bogotá.

Damodaran, A. (2012). Investment Valuation. Third Edition. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

De Lara Haro, A. (2007). Medición y control de riesgos financieros. Tercera ed. México D.F.: Limusa Noriega Editores.

Dunham, L. D. & Singal, V. (2014). Investments foundations. CFA institute.

Fidelity Investments (2017). Understanding market capitalization. Recuperado de:

<https://www.fidelity.com/learning-center/trading-investing/fundamental-analysis/understanding-market-capitalization>

Gup, B., & Agrawal, P. (1996). The product life cycle: A paradigm for understanding financial management. *Financial Practice and Education*.

República de Colombia (2010). Decreto 2555 del 15 de agosto de 2010. Bogotá.
SFC -Superintendencia Financiera de Colombia (1995). Circular externa 100 de 1995.

SFC -Superintendencia Financiera de Colombia (2014). Títulos de participación.

Recuperado de:

<https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/Publicaciones/publicaciones/load-ContenidoPublicacion/id/499/dPrint/1/c/00>

SFC -Superintendencia Financiera de Colombia (s.f.). ¿Qué es una actividad de intermediación de Valores? ¿En qué se deben invertir los excedentes de liquidez de las entidades públicas? Recuperado de:

<https://www.superfinanciera.gov.co/descargas/institucional/pubFile30546/cartillamercados.pdf>

Supersociedades -Superintendencia de Sociedades (1998). Concepto 220-73196. Noviembre. Bogotá.

Supersociedades -Superintendencia de Sociedades (2008). Circular externa 100-005. Recuperado de:

http://www.supersociedades.gov.co/nuestra_entidad/normatividad/normatividad_circulares/28441.pdf

Supersociedades -Superintendencia de Sociedades (2017). Readquisición de acciones. Recuperado de:

https://www.supersociedades.gov.co/nuestra_entidad/normatividad/normatividad_conceptos_juridicos/OFICIO%2020220-004769.pdf

Supersociedades -Superintendencia de Sociedades (s.f.a). Fusión. Recuperado de:

https://www.supersociedades.gov.co/Servicio_Ciudadano/tramites-y-servicios/Paginas/Fusion.aspx#:~:text=La%20fusi%C3%B3n%20es%20una%20reforma,172%20del%20C%C3%B3digo%20de%20Comercio

Supersociedades -Superintendencia de Sociedades (s.f.b). Concepto jurídico 220-63317. Derecho de preferencia. Recuperado de:

https://www.supersociedades.gov.co/nuestra_entidad/normatividad/normatividad_conceptos_juridicos/3107.pdf

Supersociedades -Superintendencia de Sociedades, (s.f.c). Escisión. Recuperado de:

https://www.supersociedades.gov.co/Servicio_Ciudadano/tramites-y-servicios/Paginas/Escision.aspx



Calle 72 No. 10-07 oficina 1202 / Bogotá - Colombia
www.amvcolombia.org.co

OPERADOR