

2. Características generales del mercado de acciones en Colombia

Por la atención que reciben en la academia y la prensa económica, y por ser depositarios de una parte importante del ahorro público, los mercados accionarios han sido históricamente el centro de estudio de las inversiones en renta variable.

En este capítulo nos centramos en el estudio del mercado accionario colombiano. Comenzamos por la definición y los tipos de acciones en Colombia y dos conceptos asociados: los dividendos y los *splits*. A continuación se describen los aspectos generales del sistema de negociación de acciones en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) y de las operaciones especiales, haciendo énfasis en las que permiten apalancamiento. Explicamos las características generales de los recibos de depósitos americanos (ADR, por sus siglas en inglés: *American Depositary Receipt*), instrumentos que permiten la internacionalización de las acciones de empresas colombianas, y de los fondos transados en bolsa (ETF), que facilitan la inversión en un portafolio de acciones. Terminamos con las variables generales de desempeño de un mercado accionario, estudiando con especial detalle los índices accionarios.

2.1 Acciones en el mercado financiero colombiano

Tal como las define el Código de Comercio (Colombia, Congreso de la República, 2013), las *acciones* son títulos valores que representan la propiedad de una sociedad anónima, y se distinguen por ser nominativos, libremente negociables y de renta variable.¹ En Colombia existen tres

¹ Nominativos quiere decir que debe identificarse plenamente el tenedor de la acción ante el emisor y los entes reguladores. Existen otras dos categorías de títulos valores en la ley colombiana: “al portador” y “a la orden”.

tipos de acciones: comunes, preferenciales y privilegiadas. Comenzamos definiendo los derechos asociados a las acciones comunes, u ordinarias, que nos servirá luego para explicar, por contraste, los otros dos tipos.

Los derechos de los tenedores de acciones comunes son los siguientes:

1. Derechos políticos:

- Tener acceso a la información contable del emisor con anterioridad a la asamblea general de accionistas, convocada anualmente de manera ordinaria (típicamente entre febrero y marzo de cada año) o de forma extraordinaria (cualquier momento del año), y participar y votar en dicha asamblea para la elección de directivos, revisores y en proyectos e inversiones a desarrollar.

2. Derechos económicos:

- Negociar libremente las acciones.
- Recibir una parte proporcional de los excedentes económicos acordada por la asamblea general y coherente con los estados financieros. Estos excedentes repartidos, denominados *dividendos*, tienen un carácter residual, es decir, se toman como una parte de la utilidad neta de la empresa luego del pago de las acreencias y de los impuestos.
- En caso de liquidación, recibir una parte proporcional de los activos de la sociedad, una vez se hayan satisfecho los pasivos de la misma, por lo que también tienen un carácter residual.
- El derecho a suscribir preferencialmente (con prioridad y de manera frecuente por menor precio), en toda nueva emisión de acciones, una cantidad proporcional a la que posea en la fecha en que se apruebe el reglamento de dicha emisión, lo que se conoce como *derecho de suscripción*. Además, estos derechos son generalmente negociables en el mercado.²

La Tabla 2.1 enumera las emisiones más representativas de acciones comunes en el mercado accionario colombiano entre 2007 y agosto de 2014.

Tabla 2.1 Emisiones más representativas de acciones comunes, de 2007- agosto 2014, en la BVC

Emisor	Nemo-técnico	Mes emisión	Precio de suscripción (\$)	Monto emisión (\$ millones)
Éxito	EXITO	Mar-2007	10.500	259.350
Grupo Aval	GRUPOAVAL	Jun-2007	590	202.984
Ecopetrol (OPI-Dem.)	ECOPETROL	Nov-2007	1.400	5.755.812
ISA (Dem.)	ISA	Dic-2007	7.076	399.045
ISA (Dem.)	ISA	Dic-2009	12.000	384.198
Biomax combustibles	BIOMAX	Nov-2010	1.268	102.864
Concreto (OPI)	CONCRET	Nov-2010	1.315	94.680
Nutresa	NUTRESA	May-2011	20.900	522.500
Ecopetrol (Dem.)	ECOPETROL	Ago-2011	3.700	2.383.487
Éxito	EXITO	Ago-2011	21.900	2.500.000
EEB (Dem.)	EEB	Oct-2011	1.300	772.226
ContourGlobal (OPI*)	N/A	Oct-2011	9.900	273.240
Construcciones El Cóndor (OPI)	ELCONDOR	Mar-2012	1.415	162.584
Acerías Paz del Río	PAZRIO	Jun-2012	30	271.390
GEMEX LatAm Holdings	CLH	Nov-2012	12.250	278.731
Concreto	CONCRET	Dic-2012	1.350	243.000
Grupo Aval	GRUPOAVAL	Ene-2014	1.300	2.411.730

Nota: OPI: Oferta pública inicial; Dem.: democratización

*Oferta pública inicial no exitosa

En el 2013 no hubo emisiones de acciones comunes reportadas por la BVC.

Fuente: tabla elaborada por el autor con base en Bolsa de Valores de Colombia (2014).

² Por ejemplo, en febrero de 2014 se negociaban en la BVC derechos sobre Preferencial Bancolombia, previo a una emisión a finales de ese mismo mes.

Por otro lado, las *acciones preferenciales* están destinadas, en principio, a inversionistas que no están interesados en los derechos políticos de la acción común, sino solamente en los económicos. De esta forma, la acción preferencial renuncia a tener voz y voto en las asambleas a cambio de un trato preferente con respecto a los accionistas comunes en cuanto a derechos económicos. El trato más frecuente consiste en la repartición de un dividendo mínimo, y participación en la liquidación de la empresa, en ambos casos con prelación a lo correspondiente a los accionistas comunes. La regulación prevé que en caso de que la empresa no pueda cumplir con el dividendo mínimo, éste se acumule, y que se les otorgue a los accionistas preferenciales los derechos políticos de los accionistas comunes hasta que se cancelen los dividendos preferenciales pendientes. La Tabla 2.2 enumera las acciones preferenciales en el mercado accionario colombiano activas a agosto de 2014

Tabla 2.2 Acciones preferenciales activas a agosto de 2014 en la BVC

Emisor	Nemo-técnico	Última emisión	Precio de emisión (\$)	Monto emisión (\$ millones)
Corporación Financiera Colombiana	PFCORFICOL	May-22-1995	5.023	55.905
Banco Comercial AV VILLAS	PVVILLAS	Jul-4-2001	2.542	3.650
BBVA Colombia	PFBBVACOL	Mar-22-2006	138	314.088
Helm Bank (OPI)	PFHELMBANK	Dic-5-2007	470	282.000
Grupo Aval (Dem.)	PFAVAL	Abr-25-2011	1.300	2.080.000
Avianca Taca Holding (OPI-Dem.)	PFAVH	May-5-2011	5.000	500.000
Grupo Sura	PFGRUPSURA	Nov-22-2011	32.500	3.500.000

Emisor	Nemo-técnico	Última emisión	Precio de emisión (\$)	Monto emisión (\$ millones)
Banco Davivienda	PFDVVNDA	Nov-25-2011	20.000	716.000
Carvajal Empaques (OPI)	PFCARPAK	May-29-2012	5.300	195.752
Grupo Argos*	PFGRUPOARG	Jun-7-2012	Canje 0,31 x 1 Cemargos	N/A
Cemargos	PFCEMARGOS	May-17-2013	7.700	1.404.400
Bancolombia	PFBCOLOM	Mar-3-2014	24.200	2.662.000

Nota: OPI: Oferta pública inicial; Dem.: Democratización
* Emitida en un canje por acciones comunes de Cemargos.

Fuente: tabla elaborada por el autor con base en Bolsa de Valores de Colombia (2014f).

Claramente, las emisiones de acciones preferenciales, contrario a las comunes, le dan la ventaja al emisor de no reducir su capacidad de control de la compañía, ya que no poseen derechos políticos. Mientras los inversionistas, por sus privilegios económicos, reducen en algún grado el riesgo de la inversión.

Finalmente, las *acciones privilegiadas* son aquellas que, además de los derechos mencionados de las acciones comunes, otorgan beneficios económicos adicionales por un período no mayor a cinco años, en particular dividendos prioritarios. Las emisiones de acciones privilegiadas se han efectuado en algunos procesos de democratización, como en los casos de ISA, ISAGEN, ETB y Generar S. A. para atraer nuevos inversionistas del público en general. Después de que expira el derecho económico adicional, las acciones privilegiadas se convierten en comunes. El dividendo prioritario por un tiempo limitado también ha sido adoptado por dos recientes emisiones de acciones preferenciales, la del Grupo Sura y Cemargos, que, como se aprecia en la Tabla 2.3, tenían en el 2013 dividendos superiores a la acción común.

2.2 Dividendos

Los *dividendos* son la parte de la utilidad neta de la empresa, bien sea del año anterior o de vigencias anteriores, que es repartida por decisión de la asamblea de accionistas cada año. En Colombia, estas asambleas, en la mayoría de los casos, se celebran en el primer trimestre y decretan los dividendos para todo el año. En la Tabla 2.3 se presentan los dividendos decretados en el 2013 para las acciones del índice general de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBC). Se aprecia que los dividendos suelen pagarse en cuotas trimestrales en la mayoría de los casos, pero también puede hacerse mensual, semestral o de un pago.

Tabla 2.3 Dividendos decretados en el 2013 para las acciones del IGBC

Nemotécnico	Dividendo anual (\$)	Precio de cierre agosto 16 de 2013 (\$)	Periodicidad	Yield por dividendos anual	Nota
BCOLOMBIA	754,00	26.700,0	Trimestral	2,82%	
BOGOTÁ	2.028,00	70.000,0	Mensual	2,90%	(2)
BVC	1,42	25,2	Único + 1 extra	5,63%	
CELSIA	100,00	5.800,0	Trimestral	1,72%	
CEMARGOS	154,00	9.050,0	Trimestral	1,70%	
CLH	0	15.600,0	-	0,00%	
CNEC	0	7.730,0	-	0,00%	
CONCRET	27,97	1.300,0	2 pagos + 1 extra en acciones	2,15%	
CORFICOLCF	2765,59	37.700,0	Mensual + 2 extra en acciones	7,34%	(2)
ECOPETROL	291,00	4.370,0	Único	6,66%	
EEB	43,96	1.570,0	Único	2,80%	
ELCONDOR	24,40	1.400,0	Trimestral	1,74%	
ENKA	0	6,4	-	0,00%	
ETB	22,53	398,0	Único	5,66%	
EXITO	531,00	32.960,0	Trimestral	1,61%	
FABRICATO	0	11,5	-	0,00%	
GRUPOARGOS	230,00	21.740,0	Trimestral	1,06%	

Nemotécnico	Dividendo anual (\$)	Precio de cierre agosto 16 de 2013 (\$)	Periodicidad	Yield por dividendos anual	Nota
GRUPOAVAL	49,20	1.380,0	Mensual	3,57%	(2)
GRUPOSURA	339,00	37.060,0	Trimestral	0,91%	
ISA	188,00	9.080,0	Único	2,07%	
ISAGEN	69,30	3.000,0	Único	2,31%	
MINEROS	202,00	3.155,0	Mensual y extra trimestral	6,40%	
NUTRESA	396,00	26.680,0	Mensual	1,48%	
OCCIDENTE	1.452,00	39.000,0	Mensual	3,72%	(2)
ODINSA	545,00	8.650,0	2 cuotas + extra en acciones	6,30%	
PAZRIO	0	6,5	-	0,00%	
PEAVAL	49,20	1.385,0	Mensual	3,55%	(2)
PEAVH	75,00	4.115,0	Único	1,82%	
PEBCOLOM	754,00	27.680,0	Trimestral	2,72%	
PECARPAK	200,00	4.135,0	Trimestral	4,84%	
PEGEMARGOS	231,00	9.020,0	Trimestral	2,56%	
PECORFICOL	2765,59	34.200,0	Mensual + 2 extras en acciones	8,09%	(2)
PEDAVVNDA	280,00	23.900,0	Semestral + extra en acciones	1,17%	(2)
PEGRUPOARG	230,00	21.740,0	Trimestral	1,06%	
PEGRUPSURA	975,00	38.060,0	Trimestral	2,56%	
PEHIELMBANK	18,80	532,0	Semestral en acciones	3,53%	(2)
PMGC	0,50	11.900,0	Trimestral	0	(1)
PREC	0,44	36.580,0	Trimestral	0	(1)
SIE	243,99	9.000,0	Semestral	2,71%	
TABLEMAC	0,10	7,5	Dos cuotas	1,33%	
VALÓREM	4,13	291,0	Única	1,42%	

Nota: (1) Se decretan en dólares canadienses. (2) Se decretan en asamblea semestral.

Fuente: tabla elaborada por el autor con base en Bolsa de Valores de Colombia (2013b y 2013c).

En la tabla también se indica la relación *yield por dividendos*, como la razón entre el dividendo total anual y el precio de la acción al cierre de un cierto día. En la Sección 3.1 se explica cómo el *yield por dividendos* es una medida de la rentabilidad anual para el accionista, aportada a los dividendos que se devengan.

Las empresas procuran mantener un nivel creciente o al menos constante de dividendos de año en año, acorde con el crecimiento de las utilidades de la empresa, las perspectivas futuras y la necesidad de asumir pérdidas o crear reservas. A estos desembolsos se les conoce como *dividendo común*. Ocasionalmente, también se distribuyen dividendos extraordinarios, entendidos como un pago extra asociado a un ejercicio anterior excepcionalmente bueno, pero que no se espera que se mantenga en el tiempo. Por ejemplo, Ecopetrol repartió, en el 2009, además de su dividendo común de 115 pesos por acción, un dividendo extraordinario de 105 pesos por acción, soportado en los altos precios del petróleo durante el 2008.

Con el propósito de estandarizar el pago de dividendos de acciones inscritas en la bolsa, la Superintendencia Financiera define la *fecha ex dividendo* como aquel lapso de tiempo durante el cual toda negociación de acciones en la bolsa se efectúa sin el derecho a percibir los dividendos que se encuentren pendientes de pago. En Colombia, la fecha ex dividendo ha sido establecida como cuatro días bursátiles antes de la fecha de pago. Lo anterior significa que el pago del dividendo se hará a quien haya sido registrado como propietario de la acción al cierre de la rueda del cuarto día antes de la fecha de pago, y quien la adquiera en la fecha ex dividendo o posterior no tiene derecho a recibirlo (Superintendencia Financiera de Colombia, 2013).

Los *dividendos en efectivo* son, en principio, la única fuente de valor directa para un accionista minoritario, y la más importante para los mayoritarios; por ello, la empresa procura pagarlos en una serie anual creciente o al menos constante.³ Sin embargo, la empresa no está obli-

gada al pago de dividendos a sus accionistas, contrario a lo que sucede con los pagos de capital e intereses a sus acreedores y otras obligaciones contractuales. En la Tabla 2.3 puede verificarse que algunas empresas no pagaron dividendos en el 2013, en algunos casos por estar en proceso de reestructuración financiera (Enka y Fabricato). En los estudios de finanzas corporativas, un principio general establece que una empresa puede pagar dividendos sólo cuando reporte utilidades y posea el efectivo para repartirlos, luego de atender sus obligaciones con los pasivos, la inversión en capital de trabajo y la inversión en proyectos de crecimiento.

Casi siempre los dividendos se pagan en efectivo. Sin embargo, como se aprecia en la cuarta columna de la Tabla 2.3, algunas empresas pagan todo o parte de los dividendos en acciones. Dado que los dividendos pagados en acciones aumentan el número de acciones en circulación, deben conllevar una reducción en el valor de la acción en su fecha ex dividendo (efecto conocido como *dilución*), por lo cual se pueden asimilar a un *split* de acciones, que se discute en la Sección 2.3. Los dividendos pagados en acciones no representan un beneficio económico para el accionista. Por ejemplo, si una empresa paga dividendos en acciones de una por cada diez, está aumentado el número de acciones en 10% sin modificar el capital, (equivalente a un *split* 11:10), el precio de la acción debe caer en proporción 10/11 (esto es, -9,1%) y, por tanto, en principio, el accionista no se verá beneficiado por dicho dividendo.

2.3 Partición accionaria (*split*) de acciones

Una *partición accionaria* (*split*) consiste en reemplazar las acciones existentes de una empresa por un número mayor de acciones nuevas, con el propósito de aumentar el número de acciones en circulación o reducir el precio de la acción individual. Por ejemplo, una empresa tiene 100.000 acciones suscritas y pagadas, con un precio de mercado de \$12.000. Si realiza un *split* 3:1 el 1.º de febrero de 2009, en dicha fecha se reemplazará cada acción existente por tres acciones nuevas. Al final se tendrán

que las empresas con un importante porcentaje de accionistas minoritarios pagan dividendos, motivadas más por el interés de mantenerlos complacidos con un ritmo más o menos constante de pagos, aun en años en los que su situación financiera aconsejaría otra cosa. Un ejemplo es el de Ecopetrol, en el 2009, cuando decretó dividendos de 220 pesos por acción (105 extraordinarios) vs. 115 en el 2008, mientras que a la vez se embarcó en un programa de endeudamiento de hasta 8.100 millones de dólares, lo cual fue muy criticado por diversos analistas (Londoño, 2009).

³ Usualmente, el derecho al voto en asamblea y el derecho a una parte proporcional en liquidación no representan valor económico alguno para el accionista minoritario, pero sí lo pueden tener para un accionista con un porcentaje significativo de propiedad en la empresa que esté tratando de controlarla o influir en sus decisiones. Los derechos de suscripción ocasionalmente pueden ser otra fuente de valor, ya que le permiten al accionista minoritario comprar acciones recién emitidas a un precio menor o con prelación de asignación. Estos derechos de suscripción preferencial pueden negociarse en el mercado abierto a partir del aviso de oferta de la empresa. La teoría de la "clientela" establece