

# Generalidades de los ADRS: Un estudio de caso sectorial para empresas de Colombia, México, Brasil y Chile

*Nicolás Acevedo V.\**

*Daniela Fleisman V.\*\**

*Angélica Montoya V.\*\*\**

*Andrés Mauricio Mora C.\*\*\*\**

Fecha de recepción: 25/08/2010 -

Fecha de aceptación: 11/11/2010

\* Economista, Universidad EAFIT. Magíster en Economía, ISU. Gerente de Investigación y Desarrollo de Productos, Valores Bancolombia.

\*\* Economista, Universidad EAFIT.

\*\*\* Economista, Universidad EAFIT.

\*\*\*\* Administrador de Negocios, Especialista en Finanzas, Magíster en Ciencias de la Administración, Universidad EAFIT. Especialista en Análisis Bursátil, Instituto de Estudios Bursátiles (I.E.B). Jefe del Departamento de Finanzas, Universidad EAFIT.

## Resumen

El presente artículo es uno de los productos que surgen a partir de la investigación “Arbitraje con ADRs: un Estudio de Caso Sectorial para Empresas de Colombia, México, Brasil y Chile” en el cual se hace un análisis detallado de las generalidades de los ADRs por medio de la búsqueda de las razones macroeconómicas y microeconómicas que llevaron a importantes empresas de Latinoamérica a emitir este tipo de activos financieros, buscando aumentar su participación en el mercado estadounidense y captar recursos para llevar a cabo sus planes expansionistas y de mejoramiento de la empresa.

## Palabras clave

American Depositary Receipts (ADRs), sectores estratégicos, emisión.

## Abstract

This article is one of the products that emerge from the research “Arbitraje con ADRs: un Estudio de Caso Sectorial para Empresas de Colombia, México, Brasil y Chile” (Arbitrage with ADR's: A Sectorial Case Study for Colombian, Mexican, Brazilian and Chilean Companies) in which a detailed analysis of ADRs generalities is prepared throughout a study of the macroeconomic and microeconomic reasons that led foremost companies in the region to issue this type of assets, normally seeking to increase their participation in the U.S. market and to attract financial resources to carry out its expansionist plans and company improvement.

## Key words

American Depositary Receipts (ADRs), strategic sectors, to issue.

**Clasificación JEL:** G15, F39, G32

## 1. Introducción

Los *American Depositary Receipts* (ADRs) son certificados negociables emitidos por un banco depositario que representan la propiedad de un número de acciones de una empresa no estadounidense. Estos instrumentos se transan como cualquier otro valor estadounidense, y como tales están regulados por la SEC (U.S. Securities and Exchange Commission)<sup>1</sup>, además se negocian y pagan dividendos en dólares americanos (USD).

Aparecen en el mercado financiero el 29 Abril de 1927 cuando el banco de inversión JP Morgan dio inicio al primer programa para Selfridges Provincial Stores Limited, una tienda minorista británica, en respuesta a una ley que prohibía a empresas británicas registrar sus acciones fuera de su país sin un agente de transferencia<sup>2</sup> británico. El ADR fue listado en la bolsa de Nueva York (NYSE).

La emisión de ADRs puede hacerse en tres niveles. El nivel I es el más sencillo, pues los valores no están registrados en bolsa, y por tanto se negocian en los mercados OTC<sup>3</sup>. En el nivel II las acciones pueden ser listadas en una bolsa de valores y además la compañía debe realizar un reporte financiero anual siguiendo los principios de contabilidad empleados en los EE.UU. El nivel III incluye reglas más estrictas y costosas, similares a las que siguen las compañías estadounidenses, y se adquieren por medio de oferta pública. Además de estos tres niveles existe la regla 144A que consiste en una oferta privada primaria de nuevas acciones colocada entre inversionistas institucionales.

Los ADRs permiten a los inversionistas diversificar sus portafolios evitando obstáculos como el riesgo cambiario<sup>4</sup>, información insuficiente, desconocimiento del funcionamiento de los mercados, entre otros. Además suponen grandes ventajas para los inversionistas, como por ejemplo, la cotización y pago de dividendos en USD, negociación clara, conocida y confiable ya que se transan como cualquier otro valor del mercado, y además pueden generar posibilidades de arbitraje.

---

1 Institución independiente del gobierno de EE.UU, encargada de vigilar el cumplimiento de las leyes federales del mercado de valores, la regulación de las bolsas de valores y el mercado de opciones de este país.

2 Organización que mantiene registros y resuelve problemas relativos a la transferencia, emisión, compra, venta, o conversión de instrumentos. El agente de transferencia puede ser responsable también de enviar información y reportes a los accionistas, pagar dividendos, y mantener los registros contables de la sociedad.

3 OTC corresponde a la sigla de la expresión en inglés Over the Counter, (sobre el mostrador), y hace referencia a un sistema de negociación bilateral por fuera de mercados organizados como las bolsas de valores o los sistemas transaccionales.

4 Ya que su negociación es en dólares.

El desarrollo de este artículo se basa en el estudio de las ventajas para un grupo de empresas latinoamericanas en la emisión de ADRs en el mercado norteamericano, las cuales dependen del nivel de dicha emisión. Una emisión nivel II tiene como objetivo aumentar el reconocimiento internacional y posicionar la empresa en dichos mercados. Una emisión nivel III, por su parte, está enfocada en la obtención de capital para financiar planes expansionistas de las empresas, además de las mencionadas ventajas del nivel II.

Dada la gran cantidad de empresas de Latinoamérica que han emitido ADRs, se ha limitado el análisis a 16 empresas según los siguientes criterios: el sector económico, el banco depositario y la bolsa en la que se cotizan. Sólo se tendrán en cuenta ADRs que tengan como banco depositario JP Morgan, o Bank of New York, y que estén listados en la NYSE. Por su parte la elección de los sectores se basó en su importancia dentro de la economía y además porque en ellos se encuentran las empresas con los ADRs más representativos para la región.

El objetivo de este artículo es identificar las principales características de los ADRs y los factores que han llevado a empresas latinoamericanas de los sectores seleccionados a emitir estos valores en el mercado estadounidense.

El trabajo se divide en tres secciones. La primera contiene la descripción de cada uno de los sectores estratégicos de la región, las generalidades de los programas de ADRs y su evolución. La segunda tiene como finalidad explicar los aspectos microeconómicos que han incentivado a las empresas a hacer este tipo de emisiones. El artículo cierra con la tercera sección que expone la relación de los ADRs con variables macroeconómicas, específicamente con el tipo de cambio y el PIB (total o sectorial) de cada uno de los países según el caso.

Adicional a esta publicación se realizará un artículo que, dando continuidad, se enfoque en determinar las razones financieras por las cuales los agentes incluyen los ADRs dentro de sus portafolios de inversión. Esto se realizará por medio de un ejercicio práctico usando la *teoría de fijación de precios de arbitraje*, dado que cuando una empresa emite ADRs tiene acciones listadas en dos mercados diferentes, el estadounidense y la bolsa local, lo que según esta teoría supone la posibilidad de obtener rendimientos, entrando simultáneamente en los dos mercados y aprovechando los diferenciales de precios para obtener una ganancia.

## 2. Generalidades de los ADRs y la región

### 2.1 Actualidad Regional

En 2008 la inversión extranjera directa (IED) alcanzó un nuevo récord histórico. Según la CEPAL<sup>5</sup> (2008), en el estudio económico para América Latina y el Caribe 2008-2009, por IED se registraron ingresos cercanos a los USD 128.301 millones, superando en un 13% el nivel de 2007. Resultado considerable teniendo en cuenta que las corrientes a nivel mundial cayeron un 15% en el mismo período. Dicha disminución se dio por los altos precios de los productos básicos durante la mayor parte de 2008 y al crecimiento de algunas economías regionales, incluso en épocas de crisis.

La distribución sectorial y por país de origen de la IED no ha sufrido cambios sustanciales. El principal destino de las inversiones en el conjunto de la región continuó siendo el sector de los servicios, fundamentalmente las telecomunicaciones, los servicios financieros y los servicios públicos. En América del Sur, la participación de las corrientes de IED en recursos naturales, como porcentaje del total, siguió siendo mayor que la IED en manufacturas, mientras que en México se presentó una tendencia contraria. En cuanto al origen de la IED, EE.UU continúa siendo el principal inversionista.

Lo anterior es muestra de la creciente confianza de los inversionistas extranjeros en los países latinoamericanos, especialmente Brasil, Perú, México, Chile y Colombia, ya que son quienes reciben el mayor volumen de IED de la región, generando un ambiente propicio para que las empresas busquen nuevas formas de financiación y tomen la decisión de entrar a los mercados externos por medio de diversas alternativas, siendo la emisión de ADRs una de las más atractivas.

### 2.2 Sectores Estratégicos

En los últimos años las economías latinoamericanas han continuado con un proceso de tercerización en su economía, sin dejar de ser importantes los sectores primarios. Se consideran sectores estratégicos, el sector minero (sector primario), el sector energético, específicamente gas natural y petróleo (sector secundario), y el sector financiero y las telecomunicaciones (sector servicios).

---

5 Comisión económica para América Latina y el Caribe.

### 2.2.1 Telecomunicaciones

La entrada masiva a la región durante la década de los 90 de multinacionales provenientes de países desarrollados, así como el auge de multinacionales autóctonas, ha tenido un significativo impacto en el sector, logrando así el aumento en los índices de conectividad y el nivel de inversión<sup>6</sup>. La tabla 1 contiene las compañías seleccionadas en este estudio.

**Tabla 1**  
 Empresas seleccionadas del sector telecomunicaciones

Empresa	Descripción	Fecha Emisión	Ratio <sup>7</sup>	Nivel
<b>América Móvil (MÉXICO)</b>	Proporciona servicios de comunicaciones inalámbricas en todas las regiones de México. La compañía también participa en las telecomunicaciones en empresas conjuntas en otros países de América del Sur, así como en EE.UU.	Feb 13, 01	1 : 20	II
<b>Telmex Internacional (MÉXICO)</b>	Compañía holding de México que ofrece a través de sus filiales una amplia gama de servicios de telecomunicaciones. Los servicios de la compañía incluyen voz, datos y video, acceso a Internet y soluciones integradas de telecomunicaciones, de pago por cable y televisión por satélite, y de directorios de Páginas Amarillas impresos y en internet.	Jun 11, 08	1 : 20	II
<b>Maxcom Telecomunicaciones (MÉXICO)</b>	La compañía ofrece servicios de telefonía local y de larga distancia a las residencias, y a las pequeñas y medianas empresas, así como llamadas de conferencia, transmisión de datos, y acceso de alta velocidad a Internet.	Oct 19, 07	1 : 7	III
<b>TIM Participações (BRASIL)</b>	Proveedor de telefonía móvil en Brasil. La Compañía utiliza principalmente el sistema mundial de tecnología de comunicaciones móviles (GSM), para prestar servicios de telecomunicaciones móviles en todo Brasil. Ofrece servicios de valor agregado.	Nov 16, 98	1 : 10	II
<b>Tele Norte Leste Participações (BRASIL)</b>	Controla 16 empresas de telecomunicaciones que operan en el Sudeste, Norte y Nordeste de Brasil. Estas empresas tienen servicios locales, públicos e intra-regionales telefónicos de larga distancia.	Nov 16, 98	1 : 1	II

Fuente: Elaboración propia con base en datos de Bloomberg (2009).

6 CEPAL. (2008).

7 El ratio es el término de intercambio entre acciones y ADRs. En la sección 1.3.2 se hace referencia a éste.

### 2.2.2 Sector Minero

En América Latina, la más alta tecnificación y la mayor producción minera está concentrada en Chile, México, Perú y Brasil, lo que se evidencia en el hecho de que las 13 empresas más importantes de este sector se encuentren en dichos países. En general, la región tiene un importante desarrollo<sup>8</sup> y potencial minero a nivel mundial, principalmente por sus significativas reservas de hierro, bauxita, cobre, plata, zinc, oro, etc. Asimismo, dispone de una buena percepción internacional respecto de otros factores que son relevantes para atraer inversiones (riesgo país, estabilidad legal, entre otros).

**Tabla 2**  
Empresas seleccionadas del sector minero

Empresa	Descripción	Fecha Emisión	Ratio	Nivel
<b>Cía. Siderúrgica Nacional (BRASIL)</b>	Explota hierro y acero en Brasil. Opera minas, una siderúrgica integrada, centros de servicio, puertos y ferrocarriles; fabrica y distribuye laminados y productos de acero galvanizado.	Feb 12, 98	1 : 1	II
<b>Gerdau (BRASIL)</b>	Fabrica acero. La compañía produce crudo, largo, especializado, <i>rolled</i> , y trefilado de acero. Gerdau fabrica su acero principalmente en mini-acerías. La compañía opera en Brasil, Uruguay, Chile, Argentina, Canadá y los EE.UU.	Mar 10, 99	1 : 1	III
<b>Vale (BRASIL)</b>	Produce y vende hierro, manganeso, aleaciones, oro, níquel, cobre, caolín, bauxita, alúmina, aluminio y potasio. La compañía tiene su sede en Brasil, donde es propietaria y opera los ferrocarriles y terminales marítimas.	Mar 21, 02	1 : 1	III
<b>Grupo Simec (MÉXICO)</b>	Produce acero. La compañía opera mini-fábricas de acero con sede en Guadalajara y Mexicali. Simec produce los productos de acero plano y productos de aceros especiales para la industria de la construcción residencial, comercial e industrial.	Ago 18, 95	1 : 3	III

Fuente: Elaboración propia con base en datos de Bloomberg (2009).

### 2.2.3 Sector Financiero

El sector financiero ha cobrado protagonismo en Latinoamérica en los últimos años dada la expansión y la apertura de la región a bancos extranjeros, además de la fuerza

8 Según estudios de la fundación YPF, América Latina posee la mayor inversión en proyectos de explotación minera. De la explotación total mundial América Latina invierte el 32%, Oceanía 20%, África 16%, Asia 13%, Norteamérica 12% y Europa 7%.

que han tomado los bancos nacionales. Esta tendencia también se ha dado a nivel mundial, ya que excepto en épocas de crisis, se han presentado unas altas utilidades, y dada la integración de los mercados, se ha acelerado la globalización financiera.

Para el presente artículo se escogieron cinco ADRs. La tabla 3 contiene las empresas seleccionadas.

**Tabla 3**  
 Empresas seleccionadas del sector financiero

Empresa	Descripción	Fecha Emisión	Ratio	Nivel
<b>Banco de Chile (CHILE)</b>	Atrae depósitos y ofrece servicios de banca minorista y comercial, además ofrece créditos, préstamos hipotecarios, tarjetas de crédito, servicios de corretaje de valores, fondos mutuos, factoring, seguros y productos de inversión. Opera en Chile, Argentina, Brasil, México y EE.UU.	Ago 05, 02	1 : 600	II
<b>Banco Santander (CHILE)</b>	Atrae depósitos y ofrece servicios de banca minorista y comercial en Chile. El Banco ofrece también préstamos personales y corporativos, tarjetas de crédito, fondos de inversión, arrendamiento financiero, servicios de corretaje de valores, y de consultoría de negocios.	Ene 13, 97	1 : 1039	II
<b>Corpbanca (CHILE)</b>	Ofrece servicios bancarios tanto a empresas como a personas naturales en Chile, incluidos los préstamos y servicios de arrendamiento financiero a las empresas, y los préstamos, servicios de tarjetas de crédito e hipotecas a particulares.	Feb 25, 05	1 : 5000	III
<b>Bancolombia (COLOMBIA)</b>	Atrae depósitos y ofrece servicios de banca minorista y comercial; ofrece además préstamos para educación, compra de carros, y consumo, entre otros; tarjetas de crédito y débito, servicios de corretaje de valores; transferencias de fondos; arrendamiento y financiamiento de comercio exterior, seguros, y fondos de pensiones. Bancolombia y sus filiales operan en Colombia, Panamá, Islas Caimán, Puerto Rico, El Salvador y Miami.	Jul 27, 95	1 : 4	III
<b>Itaú Holding (BRASIL)</b>	Atrae depósitos y ofrece servicios de banca minorista, comercial, corporativa y privada. El Banco ofrece préstamos de consumo, gestión financiera, seguros, planes de pensiones, servicios de tesorería, préstamos hipotecarios, financiamiento de arrendamiento, corretaje de valores y servicios de cambio de divisas.	Feb 26, 02	1:1	II

Fuente: Elaboración propia con base en datos de Bloomberg (2009).



## 2.2.4 Sector Energético

Dado el alto consumo de hidrocarburos, principalmente de los países industrializados, y en mayor medida de EE.UU, que tiene un déficit en la relación producción/consumo<sup>9</sup>, las empresas del sector energético, específicamente aquellas especializadas en petróleo y gas natural, se encuentran en una posición preferencial frente a otras de la misma región<sup>10</sup>. La tabla 4 contiene los ADRs seleccionados.

**Tabla 4**  
Empresas seleccionadas del sector energético

Empresa	Descripción	Fecha Emisión	Ratio	Nivel
<b>Ecopetrol (COLOMBIA)</b>	Empresa petrolera integrada. Tiene participaciones en los campos de producción de petróleo en la zona central, sur, oeste y norte de Colombia, así como refinerías, puertos para las exportaciones e importaciones de combustibles, en ambas costas y una red de los gasoductos y poliductos en todo el territorio colombiano.	Sep 18, 08	1 : 20	II
<b>Ultrapar Participações (BRASIL)</b>	Es una sociedad de cartera brasileña. Las inversiones de la empresa incluyen una empresa de distribución de combustible, otra de producción de productos químicos y una compañía de transporte.	Oct 07, 99	1 : 1	III
<b>Petrobrás (BRASIL)</b>	Es un holding que opera a través de sus filiales, dedicadas a la exploración petrolera, de gas, y producción, refinación y distribución, comercialización y transporte de petróleo y sus derivados en Brasil y el exterior.	Ago 10, 00	1 : 2	III

Fuente: Elaboración propia con base en datos de Bloomberg (2009).

## 2.3 Generalidades de los ADRs

### 2.3.1 Funcionamiento y evolución

Las empresas tienen a su alcance diversas fuentes de financiación y diversificación de sus operaciones, siendo una de las más importantes la internacionalización de su base de accionistas, lo cual va desde atraer a inversionistas extranjeros al mercado local, hasta vender acciones en una oferta pública internacional.

9 Según estimaciones del World Factbook de la CIA (Central Intelligence Agency) para el año 2008, mientras la producción diaria de barriles de petróleo para los EE.UU es de 8,514 millones, el consumo alcanza los 19,5 millones. Lo que lo hace el principal importador de barriles de petróleo para poder cubrir este déficit.

10 Aunque Venezuela y México son los mayores productores de la región, estos no hacen parte del análisis, dada la coyuntura económica del primero y la ausencia de ADRs de este sector para México.

En los últimos años la vía más popular para acceder a los mercados internacionales de capital accionario han sido los recibos de depósito, específicamente los ADRs. Cuando estos se negocian en los EE.UU, se denominan ADRs, cuando se negocian fuera de EE.UU. se denominan *Global Depositary Receipts* (GDRs). Estos se pueden cotizar en una bolsa de valores o negociarse en mercados OTC.

Los programas de ADRs han demostrado desde sus inicios que añaden valor a las acciones<sup>11</sup>, sin embargo, el impacto sobre el precio de una empresa determinada será único, de acuerdo su situación y a características específica.

**Tabla 5**  
 Evolución de los programas de ADRs

<b>Evolución de los Programas de ADRs</b>	
<b>1927</b>	Aparecen en el mercado financiero el 29 Abril de 1927 cuando el banco de inversión JP Morgan dio inicio al primer programa para Selfridges Provincial Stores Limited una tienda minorista británica, en respuesta a una ley que prohibía a empresas británicas registrar sus acciones fuera de su país , lo que en consecuencia hacía que las acciones de empresas del reino unido no pudieran salir físicamente
<b>Década de los 50</b>	Varias de las grandes multinacionales de Europa Occidental, Australia y Japón empezaron a listar sus acciones es bolsas estadounidenses.
<b>Década de los 70</b>	Se desarrollaron docenas de programas de ADRs sobre todo para empresas mineras.
<b>Década de los 80</b>	El mercado de ADRs experimentó su mayor crecimiento.
<b>Década de los 90</b>	Aparecen los GDRs ( <i>Global Depositary Receipts</i> ).
<b>2004</b>	Los ADR representan el 35% de las acciones globales. Los inversionistas estadounidenses poseen el 54% de los ADRs que hay en el mercado, lo que equivale a USD 455 millones.
<b>2009</b>	Existen más de 2.000 programas patrocinados de ADRs de más de 77 países.

Fuente: Elaboración propia con base en información de “ADRs and international investing” SAP 2009.

11. Según un estudio para el Bank of New York (2007) de Oxford Métrica sobre 628 programas de ADRs en Latinoamérica entre 1980 y 2007, los programas de ADR nivel II y III añaden en promedio un 20% al valor accionario en su primer año de negociación dado que se empieza a reconocer en los mercados mayor transparencia, mejores prácticas de gobierno corporativo, y más revelación de información financiera. Por otro lado, un ascenso de nivel I a nivel II o III, aumenta en promedio un 60% de valor a los accionistas debido a la presentación de informes responde a las más altas normas, y por último, un programa de ADR nivel II o III aumentan la liquidez de las acciones en el mercado local en 40% en promedio al aumentar la demanda por el activo y ampliar la cobertura.

### 2.3.2 Clasificación de los programas de emisión de ADRs

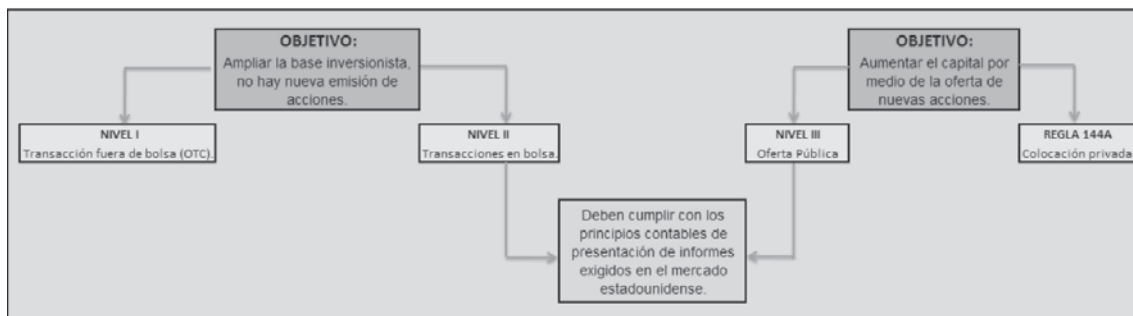
Luego de que una empresa decide acceder al mercado estadounidense por medio de la emisión de ADRs es necesario elegir el nivel de dicha emisión. El nivel I es el más sencillo, los ADRs de este nivel se negocian únicamente en mercados OTC, no requieren cumplir con el registro de la SEC, y la empresa está exenta de presentar los informes y requerimientos contables del mercado norteamericano. La mayoría de emisiones son de este nivel.

Por su parte en las emisiones nivel II y III, el ADR es listado en bolsa, las empresas emisoras deben registrarse internacionalmente, cumplir con los principios contables generalmente aceptados de los EE.UU y con los requisitos específicos de cada bolsa de valores. El nivel II no implica aumento de capital, por su parte en el nivel III, el capital aumenta dado que se hace una nueva emisión. Estos dos niveles generan habitualmente el mayor interés por parte de los inversionistas estadounidenses por la transparencia que suponen.

Adicionalmente está la regla 144A, que consiste en una oferta privada primaria en la cual los ADRs no son listados en las bolsas estadounidenses; los títulos son colocados entre inversionistas institucionales (*Qualified Institutional Buyers- QIBs*), la emisión no es registrada en la SEC, y la divulgación de la información se hace de acuerdo a la solicitud de los inversionistas. Los ADRs emitidos bajo este programa sólo se pueden vender al público no institucional después de dos años de su colocación.

**Gráfica 1**

Objetivos emisión ADRs por niveles



Fuente: Elaboración propia con base en información de “ADRs and international investing.” SAP, 2009.

Luego de determinar cuál será el nivel de la emisión, se debe establecer el ratio entre la acción y el ADR, es decir, el número de acciones que va a representar un ADR.

Esta equivalencia se establece con el fin de que la acción no se vuelva una “*penny stock*”<sup>12</sup>, pues este tipo de acciones se consideran de alto riesgo dado que el éxito de una estrategia de inversión se basa en tener información suficiente para poder tomar decisiones indicadas, y para este tipo de acciones, la información es mucho más difícil de encontrar ya que las empresas no están obligadas a presentar informes a la SEC. Además, estas acciones tienen poca liquidez, lo que implica que el spread entre el precio de compra y el de venta sea muy grande, y esto hace que en un momento determinado resulte difícil encontrar un comprador. Lo anterior hará necesario reducir su precio hasta que sea atractivo, adicionalmente, la baja liquidez da oportunidades a algunos operadores para manipular los precios, haciéndolas más volátiles<sup>13</sup>.

Una vez emitidos los ADRs, las empresas pueden realizar *splits*<sup>14</sup>, con el fin de mantener su precio en un rango deseado. Como se evidencia más adelante, muchas de las empresas estudiadas han hecho este tipo de operaciones con sus acciones buscando entre otras cosas, aumentar la liquidez y la base inversionista, llevar los precios a niveles más atractivos para pequeños y medianos inversionistas, o llevar la acción a precios normales luego de que han tenido significativas apreciaciones, con el objetivo de mostrar expectativas futuras positivas.

### 2.3.3 Ventajas para los inversionistas y para la empresa

El proceso de internacionalización por el que están pasando las economías mundiales, sumado al creciente flujo de información financiera, ha hecho que las grandes empresas alrededor del mundo resulten atractivas tanto para inversionistas locales como extranjeros. Sería de esperarse entonces que los inversionistas extranjeros recurrieran al mercado local de la empresa en la cual estuvieran interesados. Sin embargo, la distancia entre inversionistas extranjeros y mercados locales, la iliquidez de estos mercados (generalmente su tamaño es mucho menor a los centros financieros internacionales), la posibilidad de que los gobiernos decidan implementar control de capitales y recibir dividendos en monedas con poca aceptación mundial, dificulta y hace más costosa la inversión. Dichas dificultades han venido incentivando la emisión de ADRs dados los beneficios que suponen para inversionistas y emisores.

---

12 Una *penny stock* es aquella que se negocia a un precio relativamente bajo, generalmente a menos de un dólar, aunque pueden llegar a los 10 dólares por acción. Las acciones que se negocian en los mercados OTC, son consideradas *penny stocks*.

13 Investopedia. <<http://www.investopedia.com/articles/03/050803.asp>> [con acceso el: 20-03-2010]

14 Un split consiste en dividir las acciones existentes de una empresa, lo que provoca un aumento de las acciones en circulación, pero no su valor total, es decir, este proceso no añade valor, simplemente es una estrategia para disminuir o aumentar el precio de las acciones, esto último se conoce como contra-split.

**Tabla 6**  
Ventajas de la emisión de ADRs

Ventajas de la Emisión de ADRs	
Para empresas	Para inversionistas
Ampliar su base de inversores, incluyendo inversionistas institucionales, lo que es importante, pues mejora la imagen de las empresas; esta exposición diversificada de inversionistas genera mayor potencial de liquidez, lo que puede aumentar o estabilizar el precio de las acciones.	Los ADRs generalmente tienen costos de transacción y gastos de custodia menores que los que se tendrían cuando se adquieren acciones directamente en el mercado extranjero.
Representa un mecanismo flexible para aumentar el capital de las empresas y además puede ser un vehículo para posibles futuras fusiones y adquisiciones.	Permiten a los inversionistas obtener mayores rendimientos pues la inversión en empresas de mercados emergentes, al suponer un riesgo más alto, también pueden genera una potencial rentabilidad mayor.
Aumentar la visibilidad y mejorar la imagen de los productos de la compañía, servicios e instrumentos financieros en un mercado fuera de su país de origen.	Son una herramienta que permite a inversionistas tener activos en importantes compañías no estadounidenses.
Aumentar sus fuentes de inversión al tener acceso a recursos del mercado estadounidense.	Representan una fuente importante de diversificación de portafolios.
Permite a los empleados de filiales en EE.UU de compañías no estadounidenses invertir fácilmente en la sociedad matriz.	Ofrecen mayor transparencia y estabilidad dado que deben cumplir con el marco regulatoria exigido por la SEC.
Se muestra al mercado global un mayor compromiso de transparencia, al someterse al marco regulatorio estadounidense, que generalmente es más eficiente que el de los mercados locales.	Todas las transacciones incluyendo la compra del ADR, pagos de dividendos, y las ganancias de capital son en USD.
En épocas de crisis son un mecanismo utilizado por los inversionistas locales que buscan sacar capitales en caso de que se tomen medidas de control sobre éstos <sup>15</sup> .	Permiten a los inversionistas adquirir acciones extranjeras, sin las inquietudes que surgen cuando se realizan transacciones internacionales, relativas a la falta de liquidez, y a los movimientos de la tasa de cambio manteniendo los beneficios similares a los que suponen las inversiones internacionales.

Fuente: elaboración propia con base en información de SAP (2009).

<sup>15</sup> Un ejemplo de esta situación fue la crisis de Argentina en 2001 (el corralito), en la que los inversionistas locales vieron la posibilidad de comprar acciones argentinas, convertirlas en ADRs y negociarlas en la bolsa de Nueva York como una forma de sacar capitales de la economía.

Cabe mencionar que a pesar de todas las ventajas descritas para los inversionistas, no desaparecen riesgos como el de variaciones en la tasa de cambio y riesgos políticos, económicos y sociales asociados al país de origen de la empresa que emite las acciones. Por su parte, las empresas al tenerse que regir por las normas de la SEC, corren un mayor riesgo de tener responsabilidades civiles y penales, y además implica mayores costos de emisión, por otra parte, es posible que aumente la volatilidad del precio de las acciones debido a cambios en las condiciones económicas de los mercados, o por fluctuaciones en las tasas de cambio.

### 2.3.4 Proceso de emisión

El proceso de emisión, colocación y operación de un programa de ADRs se puede resumir en los siguientes pasos:

- Una empresa decide colocar sus acciones en mercados internacionales por medio de la emisión de ADRs ya sea con acciones existentes o con una nueva emisión.
- Se celebra un contrato de *underwriting*<sup>16</sup> con un banco de inversión que opera como agente colocador en el mercado exterior, quien garantiza la total colocación y suscripción de las acciones.
- Un banco extranjero actúa como mandatario o por cuenta propia, es decir, el banco depositario emite los ADRs una vez que las acciones de la empresa están bajo su custodia.
- Los ADRs son colocados en las bolsas de valores extranjeras por los *underwriters*.
- Terminada la colocación de los ADRs, los recursos obtenidos por los *underwriters* son transferidos a las sociedades emisoras locales.

Los tenedores de ADRs tienen derecho a negociar estos valores libremente sin necesidad de efectuar los traspasos de las acciones que representan, pues estas se encuentran inscritas a nombre del banco depositario, además, tienen también derecho a convertirlos en las acciones que representan mediante un canje (*flowback*) presentando los ADRs ante el banco depositario y recibiendo las acciones correspondientes.

Los inversionistas extranjeros también tienen la oportunidad de comprar acciones de las sociedades emisoras en el mercado local y convertirlas en ADRs mediante su canje

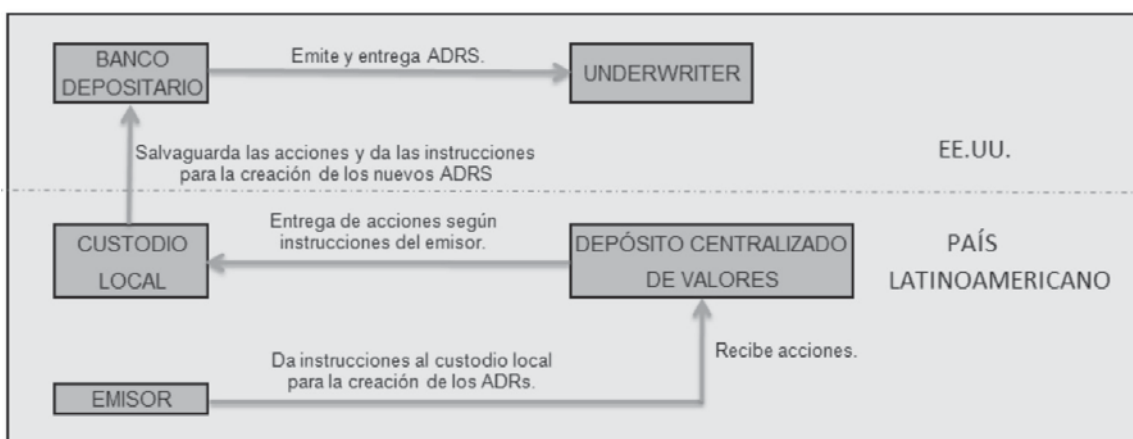
---

<sup>16</sup> Mecanismo que permite a una empresa ofrecer al público acciones o títulos de deuda para financiarse, utilizando para esto un intermediario. Generalmente es una entidad financiera que puede prefinanciar o colocar la emisión en el mercado asegurándole a la empresa los fondos necesarios para realizar sus planes. Su objetivo es trasladar al mercado el total de la emisión, de modo que al terminar el periodo de convenio temporal, los títulos estén en manos de inversionistas particulares o institucionales.

(inflow) presentando tales valores al banco depositario<sup>17</sup>. En el proceso habitual de conversión y cancelación de ADRs interviene una sociedad fiduciaria conocida como custodio local quién se encarga de administrar el programa, es decir, es el nexo entre el banco depositario y el mercado local.

**Gráfica 2**

Proceso de emisión de los ADRs



Fuente: Elaboración propia. Tomando información de Lindares, Suárez y Fandiño (2008).

### 3. Aspectos Microeconómicos en el Mercado de ADRs

#### 3.1 El círculo virtuoso de emitir ADRs

Ya que los ADRs establecen unos estándares más altos de presentación de información, las compañías que los emiten tienden a tener gobiernos corporativos que pueden afrontar la inspección de reguladores locales y extranjeros haciéndolas más atractivas. Según una encuesta realizada por Broadgate Capital Advisors LLC y The Value Alliance en colaboración con el Bank of New York a empresas emisoras de ADRs, sobre determinados asuntos de gobierno corporativo, se encontró que están cumpliendo con la ley Sarbanes Oxley<sup>18</sup> y que el cumplimiento de esta estricta normativa está contribuyendo a un importante desarrollo de los mercados.

<sup>17</sup> Guerrero (1995).

<sup>18</sup> Ley aprobada en 2002 en EE.UU. como mecanismo para endurecer los controles de las empresas, y devolver la confianza perdida luego de los escándalos corporativos que afectaron a empresas de este país a finales del 2001, producto de quiebras, fraudes y en general manejos administrativos inapropiados respecto de la información financiera emitida por las empresas. Dicha ley comprende temas como el buen gobierno corporativo, la responsabilidad de los administradores y la transparencia, entre otros.



Por otra parte, las acciones de las empresas con programas de ADRs tienden a ser las más líquidas en los mercados locales. Todo lo anterior genera un círculo virtuoso entre empresas e inversionistas, ya que las primeras generalmente utilizan los recursos obtenidos para proyectos de expansión y crecimiento, lo cuál en un futuro traerá a los inversionistas mayores beneficios, y atraerá a su vez nuevos inversionistas.

Moel (2000) sugiere que el desarrollo del mercado de ADRs debe resultar en el desarrollo de los mercados locales de acciones. La emisión de ADRs implica modernizar las operaciones y hacer más transparentes las empresas llevando a que el mercado local se vuelva inevitablemente más líquido, transparente y eficiente. Moel concluye que los programas de ADRs son un mecanismo temporal para entrar en el mercado de EE.UU y ganar credibilidad y visibilidad entre los inversionistas internacionales y luego crean una competencia entre el mercado local y el norteamericano, generando desarrollo financiero en los mercados locales, que según teorías de crecimiento económico, derivan en desarrollo económico.

### **3.2 Razones de las empresas para realizar la emisión**

Como se mencionó en el capítulo anterior, la emisión de ADR nivel II tiene como objetivo aumentar el reconocimiento internacional de las empresas en los mercados y, específicamente entre los inversionistas, generar un mejor posicionamiento e imagen a nivel internacional y lograr acceso de los emisores a los mercados internacionales, dándoles la posibilidad de futuras oportunidades de negocios. Cabe resaltar el caso de empresas como Ecopetrol, que listó sus acciones en la NYSE un año después de realizar su emisión en el mercado accionario colombiano. Esta emisión de ADRs fue nivel II, ya que al contar con disponibilidad de recursos, no tenía la necesidad inmediata de hacer una nueva emisión para poder aumentar su capital, aunque es importante destacar que en el mediano y largo plazo no se descarta financiar proyectos por medio de este instrumento<sup>19</sup>. Así mismo, Telmex International quería aumentar su reconocimiento debido a sus necesidades de expansión en la región, y dado que era una empresa relativamente nueva, contó temporalmente con el respaldo operativo, financiero y administrativo de Telmex México, por lo que este programa ADR se ajustó a dichas necesidades<sup>20</sup>.

---

19 Ecopetrol. Empresa Colombiana de Petróleos.  
<[http://www.ecopetrol.com.co/especiales/carta\\_petrolera120/rev\\_analisis3.htm](http://www.ecopetrol.com.co/especiales/carta_petrolera120/rev_analisis3.htm)> [Con acceso: 29-01-2010].

20 Telmex. Teléfonos de México.<[http://www.telmexinternacional.com/assets/docs/080603\\_20-F\\_filed\\_SEC\\_May\\_30-w%20financials.pdf](http://www.telmexinternacional.com/assets/docs/080603_20-F_filed_SEC_May_30-w%20financials.pdf)> [Con acceso: 06-02-2010].



En el caso del Banco Santander de Chile su emisión de un ADR nivel II se explica principalmente en la búsqueda por una posición de liderazgo en la Región, debido a que su principal objetivo para América Latina es construir y consolidarse como la primera franquicia regional americana de servicios financieros. Sus inversiones actuales cubren ocho países del continente, ocupando posiciones de liderazgo en Brasil, México y Chile. Otras empresas que emitieron ADR nivel II son América móvil, TIM y Tele Norte Leste del sector telecomunicaciones, la Compañía Siderúrgica Nacional del sector minero e Itaú Holding del sector Financiero<sup>21</sup>.

El caso de emisión de ADRs del Banco de Chile se dio luego de la fusión por incorporación del Banco A. Edwards, adquiriendo todos los activos y asumiendo todos los pasivos, y así, incorporándose al Banco de Chile la totalidad del patrimonio y accionistas del Banco de A. Edwards. Además, se acordó la inscripción del Banco de Chile en el programa de ADR en la SEC y en la NYSE, con el fin de efectuar el canje de los ADR del Banco A. Edwards por los nuevos ADR del Banco de Chile. La inscripción fue aprobada por la SEC y el Banco de Chile continuó con el programa de ADRs del Banco A. Edwards.

Para Maxcom Telecomunicaciones, la emisión simultánea de ADRs en la NYSE, y de los Certificados de Participación Ordinaria (CPOs) en México, se hizo con el propósito principal de obtener capital para continuar la expansión de su red de telecomunicaciones, específicamente para la construcción de infraestructura en la red de cobre, la construcción de infraestructura en red de microondas y fibra óptica, para el crecimiento del equipo de conmutación y monitoreo, y en general para inversiones de soporte al negocio de la empresa<sup>22</sup>. A diferencia de la anterior, la emisión de ADR nivel III de Gerdau (marzo 1999) se hizo principalmente buscando aumentar su capital con el objetivo de alcanzar un nuevo nivel en su estrategia de expansión internacional, al asumir el control de Ameristeel Corporation (septiembre 1999), empresa estadounidense que en el momento era una de las principales productoras de barras de acero<sup>23</sup>. Del mismo modo, el inicio del programa de ADR nivel III de Ultrapar, tuvo como objetivo la modernización de sus activos y la expansión de sus operaciones, por medio de la construcción de un terminal para almacenamiento de productos sólidos y líquidos, así como para su

---

21 SEC. Securities Exchange Commission.

<<http://www.secinfo.com/dsvr4.tdfb.htm>.> [Con acceso: 04-02-2010]

22 Maxcom Telecomunicaciones.

<[http://www.mzweb.com.br/Maxcom/web/conteudo\\_es.asp?tipo=23048&idioma=0&conta=28](http://www.mzweb.com.br/Maxcom/web/conteudo_es.asp?tipo=23048&idioma=0&conta=28)>

[Con acceso: 07-02-2010]

23 Gerdau.

<<http://www.gerdau.com/sobre-gerdau/memoria-gerdau-linha-do-tempo-home.aspx>.>

[Con acceso: 01-02-2010]

trasporte (1999), y la construcción de cuatro plantas en Goiânia, Fortaleza, Betim y en Duque de Caxias, (2000)<sup>24</sup>.

Por su parte, Petrobrás lanzó su primer programa de ADR siendo este nivel I, con acciones preferenciales en octubre de 1996. Posteriormente, en febrero del 2001, este programa fue sustituido por uno nivel II que hizo posible que las acciones pudieran ser listadas en la NYSE. Por último, en julio del 2001, el programa fue sustituido por un programa nivel III. Desde enero de 2007, se cambió al Citibank como banco depositario, siendo desde esa fecha JPMorgan Chase Bank<sup>25</sup>. Resulta importante anotar que Petrobras logró escalar el nivel de su programa de ADR en un periodo relativamente corto gracias al buen funcionamiento de la compañía y a los altos precios del petróleo. Se puede decir entonces, que el programa de ADRs de Petrobras en la NYSE, se ha desarrollado completamente, presentando volúmenes crecientes de negociaciones, además de una importante liquidez.

Como se ha mencionado ya, un programa de ADR nivel III supone la emisión de nuevas acciones con el objetivo de aumentar los recursos de las empresas. En el caso de Petrobras, según la Forma - 20F<sup>26</sup>, dicha emisión se hizo para ampliar su negocio en el mercado de la energía doméstica. En 2001 tenía inversiones en 17 de las 38 plantas generadoras de energía que se están construyendo o que se construirán en Brasil en el marco del programa para promover el desarrollo de nuevas plantas termoeléctricas, conocido como el Programa Prioritario de Termoelectricidad, en el cual Petrobras hizo inversiones del orden de los US\$ 7 mil millones. La emisión de ADRs fue de alrededor de US\$ 2 mil millones<sup>27</sup>. Adicionalmente, Petrobras está buscando ampliar sus operaciones internacionales y facilitar el acceso a los mercados internacionales de capital con el fin de establecer un enfoque global para su comercio y en general la financiación de sus actividades.

---

24 Ultrapar Participações. Grupo Ultra.

<[http://www.ultra.com.br/site/eng/ultrapar\\_perfilCorporativo.asp](http://www.ultra.com.br/site/eng/ultrapar_perfilCorporativo.asp)> [Con acceso: 03-02-2010]

25 Petrobras. Petróleo Brasileiro.

<<http://www2.petrobras.com.br/ri/esp/InformacoesAcionistas/AcionistasMinoritarios.asp>> [Con acceso: 01-02-2010]

26 Formulario por medio del cual se presentan los informes anuales de empresas extranjeras a la SEC. Estos informes deben presentarse dentro de los seis meses siguientes al final del año fiscal de la compañía. También es utilizado como una declaración de registro para cumplir con otros requisitos y por las empresas estadounidenses para informar de un cambio en su año fiscal.

27 Petrobras. Petróleo Brasileiro.

<[http://www2.petrobras.com.br/Petrobras/espanhol/perfil/gas\\_energia/per\\_ppt.htm](http://www2.petrobras.com.br/Petrobras/espanhol/perfil/gas_energia/per_ppt.htm)> [Con acceso: 01-02-2010]

Al momento de hacer su emisión de nivel III de ADR, el grupo Simec de México tenía como objetivo mejorar su eficiencia operativa e incrementar sus ventas a través de inversiones de capital en equipo nuevo y mejoras tecnológicas. En el año 2003, Simec invirtió USD 5,4 millones en inversiones en proyectos como, una planta de Guadalajara que les permitiera incrementar la producción, y otra planta en Mexicali equipada con un sistema digital de regulación buscando reducir el consumo de energía eléctrica<sup>28</sup>.

Vale Do Rio Doce tenía propósitos corporativos generales que incluían un plan de expansión, por medio de la financiación de su programa de crecimiento basado en un plan de inversiones, adquisiciones estratégicas, y aumento de la flexibilidad financiera de la compañía.

En 1995 el Banco Industrial Colombiano inició un plan estratégico para consolidarse como el principal jugador del mercado colombiano. Dado que la principal restricción a la expansión de los bancos es el capital, y que tenían como objetivo inmediato comprar al Banco de Colombia, decidieron hacer una emisión de ADRs. El 26 de julio de 1995 emitieron 3,375,000 de acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto en la Bolsa de Nueva York en forma de ADRs, con la finalidad de adquirir los fondos necesarios para comprar al Banco de Colombia, ahora Bancolombia. Este fue el paso inicial de su plan estratégico para consolidarse como principal jugador del mercado colombiano. Actualmente el programa de ADRs ha crecido sustancialmente y ha llegado a más de 30 millones de ADRs siendo a la fecha la única sociedad colombiana que emite en forma primaria estos certificados en las bolsas norteamericanas. Con el programa de ADR, Bancolombia ha logrado un mejor posicionamiento, imagen y acceso a los mercados internacionales, obteniendo reconocimiento y la posibilidad de realizar futuros negocios en estos mercados. Asimismo, ha incrementado su patrimonio y ampliado su base de accionistas. Por su parte las acciones de Bancolombia, al cotizarse en NYSE, tienen más liquidez y consecuentemente una posible mayor valorización<sup>29</sup>.

Un caso particular en la emisión de un programa ADR nivel III es el de Corpbanca de Chile, que el 28 de Septiembre de 2004 hizo el anuncio de la modificación de su colocación privada bajo la norma 144A en el mercado OTC hecha en el año 2003, hacia una emisión ADR nivel II. La nueva emisión se hizo en noviembre de 2004, en la que

---

28 Simec. Grupo Simec. <<http://www.gsimec.com.mx/2003/IASIMEC2003.pdf>> [Con acceso: 07-02-2010].

29 Bancolombia. Grupo Bancolombia.

<<http://www.grupobancolombia.com/conoceBancolombia/informacionEmpresarial/conoceBancolombia/bancolombiaBolsaNuevaYork/index.asp?opcion=op1>> [Con acceso: 03-02-2010].

Corpbanca buscando su internacionalización, completó, el proceso de listado que le permite actualmente transar sus ADRs en la NYSE. Esto permitió mejorar la liquidez de la acción de Corpbanca y, paralelamente, se comenzó a cumplir con una serie de requerimientos de información, que se traducirán en una mayor transparencia, así como en el cumplimiento de estándares internacionales de contabilidad y de gobiernos corporativos<sup>30</sup>.

## 4. Aspectos Macroeconómicos

### 4.1 Relación de los índices latinoamericanos y el Dow Jones

Antes de estudiar las diferentes relaciones macroeconómicas que se han planteado, resulta relevante evidenciar cómo las bolsas latinoamericanas, a pesar de su mayor volatilidad, tienen un comportamiento similar al mercado bursátil estadounidense, específicamente al del índice Dow Jones<sup>31</sup>. Esto es importante destacarlo puesto que estudios anteriores sobre el comportamiento de las acciones doblemente listadas han demostrado que el precio de los ADRs tiende a variar más ante cambios en los índices de las bolsas en que se cotizan, que ante cambios en su acción subyacente.<sup>32</sup>

La relación entre índices bursátiles ha sido ampliamente estudiada. Meric I, Leal M., Ratner, Meric G (2001) mediante una correlación móvil, encontraron que había una alta correlación entre los mercados de valores de EE.UU y latinoamericanos. En una publicación de la revista Economía y Administración, Zuñiga, Aedo y Dagnino, hicieron un estudio para el periodo comprendido entre 1995 y 1999, por medio de un análisis de causalidad, cointegración y causalidad corregida, concluyeron que existe causalidad entre la bolsas latinoamericanas y el índice S&P 500, además afirmaron que en Latinoamérica los choques financieros se propagan según el tamaño de las economías y del desarrollo de sus mercados de valores.

---

30 Corpbanca.

<[http://www.corpbanca.cl/storage/memoria\\_corpbanca\\_2005.pdf](http://www.corpbanca.cl/storage/memoria_corpbanca_2005.pdf)> [Con acceso: 05-02-2010]

31 Índice que representa el comportamiento de los precios de las treinta acciones más representativas de EE.UU.

32 Froot y Dabora (1999) encontraron que acciones gemelas negociadas en diferentes mercados se relacionan más con el movimiento del mercado en que se negocian que con la acción gemela, a pesar de la integración de los mercados. Gagnon y Karolyi (2003) concluyen de la misma manera que las acciones se encuentran más correlacionadas con los mercados en que se negocian, que con el comportamiento de la empresa y de su mercado original, lo que hace que en estas acciones exista una diferencia significativa del precio.

En la gráfica 3, se muestra como estas relaciones se hacen evidentes para los índices representativos de los países trabajados, ya que las tendencias, aunque en diferente magnitud, son similares. Según cálculos propios tomando datos de Bloomberg, entre mayo de 2008 y octubre del mismo año las bolsas latinoamericanas, específicamente Brasil, Chile, México y Colombia, presentaron caídas en sus índices de 59,96%, 32,14%, 46,95% y 37,26% respectivamente. Del mismo el Dow Jones cayó el 49,72% entre octubre de 2008 y marzo de 2009, ya que la recuperación para éste mercado fue más lenta que para los demás países

**Gráfica 3**

Comportamiento de los índices bursátiles



Fuente: elaboración propia con base en datos de Bloomberg (2009).

Sin embargo, al realizar la matriz de correlación para dichos índices, se encuentra que para el índice Mexbol y el Bovespa, la relación recíproca con el índice Dow Jones es mayor, es decir, que sus movimientos se ven más afectados por las variaciones del mercado de EE.UU. Para los índices de Colombia y Chile, la relación recíproca con el Dow Jones es menor, aunque resulta importante. Lo anterior se puede explicar por el tamaño y el desarrollo de estos mercados latinoamericanos.

**Tabla 7**  
 Correlación entre los índices bursátiles 2005-2009

	Dow Jones	Mexbol	Ipsa	Bovespa	IGBC
Dow Jones	1.0000				
Mexbol	0.7184	1.0000			
Ipsa	0.5391	0.5951	1.0000		
Bovespa	0.6890	0.7506	0.5909	1.0000	
IGBC	0.2726	0.3922	0.3626	0.3729	1.0000

Fuente: Elaboración propia con base en datos de Bloomberg.

#### 4.1.1 Relación entre la acción, el ADR y los índices bursátiles

**Tabla 8**  
 Correlación ADR con acción subyacente, índice local y Dow Jones

Sector	ADR	Correlaciones		
		Acción subyacente	Índice local	Índice Dow Jones
Telecomunicaciones	América Móvil (MÉXICO)	0.952	0.814	0.618
	Telmex Internacional (MÉXICO)	0.908	0.724	0.676
	Maxcom Telecomunicaciones (MÉXICO)	0.947	0.656	0.588
	TIM Participações (BRASIL)	0.900	0.678	0.460
	Tele Norte Leste Participações (BRASIL)	0.902	0.758	0.486
Minero	Cia Siderurgica Nacional (BRASIL)	0.883	0.560	0.427
	Gerdau (BRASIL)	0.900	0.725	0.519
	Vale (BRASIL)	0.907	0.725	0.570
	Grupo Simec (MÉXICO)	0.923	0.814	0.618
Financiero	Banco de Chile (CHILE)	0.795	0.608	0.502
	Banco Santander (CHILE)	0.852	0.550	0.478
	Corpbanca (CHILE)	0.655	0.413	0.305
	Bancolombia (COLOMBIA)	0.550	0.566	0.305
	Itaú Holding (BRASIL)	0.907	0.725	0.570
Energético	Ecopetrol (COLOMBIA)	0.713	0.701	0.627
	Ultrapar Participações (BRASIL)	0.790	0.446	0.360
	Petrobrás (BRASIL)	0.94	0.781	0.496

Fuente: Elaboración propia con base en datos de Bloomberg.

#### 4.1.1.1 Sector Telecomunicaciones

Al graficar los precios de cierre de los ADRs (Anexo B) del sector telecomunicaciones, sus acciones subyacentes y ambos mercados de negociación, es posible afirmar que aunque todas las series tienen el mismo comportamiento tendencial, la volatilidad de los ADRs es más acorde con su acción subyacente y por consiguiente con el índice de la bolsa local. Lo anterior se confirma con la matriz de correlación, ya que para las empresas de este sector, dicha correlación es mayor para la acción subyacente que para el índice Dow Jones, lo que contradice el planteamiento de Froot y Dabora (1999) en el cual afirman que los ADRs se relacionan más con el movimiento del mercado en que se negocian, que con su acción gemela.

De las gráficas del Anexo A cabe destacar que la caída de América Móvil se debió a un intento de la compañía por aumentar la liquidez del ADR por medio de un *split* 3:1 el 21 de julio de 2005 de las acciones, por consiguiente el ADR paso de estar alrededor de los USD 60 a estar alrededor de los USD 20.

#### 4.1.1.2 Sector minero

Las gráficas elaboradas (Anexo A) para las empresas del sector minero, confirman la tendencia de los ADR a seguir a la acción subyacente, más que al mercado donde está listado. La matriz de correlación comprueba esta afirmación.

Gerdau, el Grupo Simec y Vale do Rio han realizado *splits*, la finalidad de esta última empresa fue llevar el precio del ADR a sus niveles normales después de las apreciaciones y mostrarle al mercado expectativas futuras positivas<sup>33</sup>.

#### 4.1.1.3 Sector financiero

La relación implícita en los ADRs del sector financiero, muestra un comportamiento similar del ADR con la acción subyacente y el índice local. La correlación con el movimiento del Dow Jones, se hace más evidente con los ADRs de este sector, comparándola con los demás sectores analizados en este artículo. Por otra parte la matriz de correlación muestra, al igual que en los otros sectores, que el índice Dow Jones es el que menor correlación tiene<sup>34</sup>.

---

33 Vale. comunicado de Vale do rio doce a sus inversionistas (2004)

<[http://www.vale.com/vale\\_us/media/1607stockSpliti.pdf](http://www.vale.com/vale_us/media/1607stockSpliti.pdf)> [Con acceso: 10-01-2010]

34 Comparándolo con la acción subyacente y el mercado local.



Itaú hizo un *split* el 3 de octubre de 2005 con el objetivo de elevar la liquidez por medio del ajuste de la cotización hacia un nivel más atractivo<sup>35</sup>.

#### 4.1.1.4 Sector energético

Los ADR del sector energético, como lo muestran las gráficas del anexo A, presentan las mismas relaciones con las acciones subyacentes y los índices accionarios, tanto el local como el estadounidense. La matriz de correlación arroja los mismos resultados de los otros sectores, aunque las diferencias entre correlaciones son menores. La mayor correlación se da con la acción subyacente y la menor correlación se da con los índices locales respectivos.

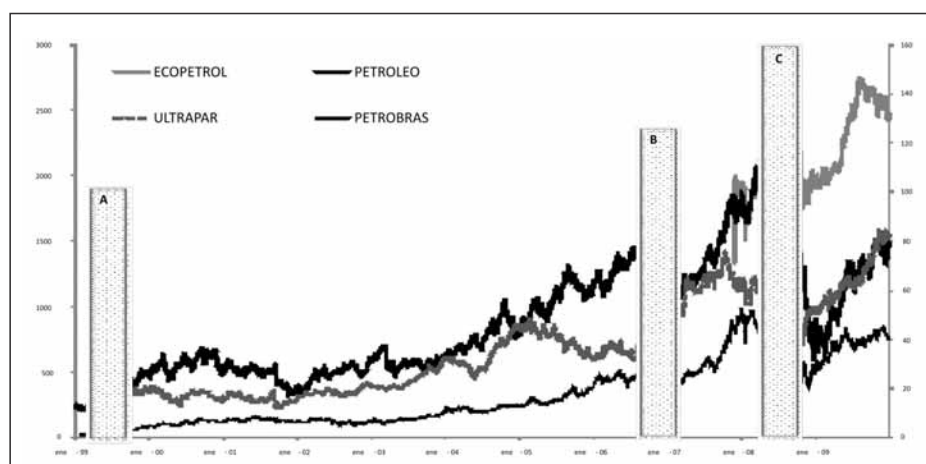
Resulta importante destacar dos *splits* realizados por Petrobras, con el fin de que los pequeños y medianos inversores adquirieran más fácilmente las acciones ampliando de esta forma su base inversionista. Según Petrobras esto demuestra su confianza en los futuros resultados de la compañía y las perspectivas que presenta el mercado de capitales brasileiro.

#### 4.2.1 Relación del precio de las acciones con indicadores relevantes del sector al momento de la emisión del ADR.

##### 4.2.1.1 Sector energético

Gráfica 4

Relación del petróleo con acciones subyacentes



Fuente: elaboración propia con base en datos de Bloomberg (2009).

35 PRNewswire United Bussines Media "Notificación del banco Itau holding a los accionistas" (2005). <<http://www.prnewswire.co.uk/cgi/news/release?id=154052>> [Con acceso: 11-01-2010]



Al graficar el precio del petróleo WTI con los ADRs del sector energético, se puede observar como el precio de las acciones ha sido creciente al igual que el precio del crudo. Mientras el petróleo subió aproximadamente 160% entre enero de 2007 y julio de 2008, Ultrapar y Petrobras lo hicieron en 17,76% y 101,49% respectivamente. En el momento de la caída del precio del petróleo también se mantuvo la relación. El petróleo cayó 79% aproximadamente, Ecopetrol, Ultrapar y Petrobras caían 21,75%, 11,42% y 48,35% respectivamente. La relación más fuerte se evidencia entre Petrobras y el petróleo, y aunque sigue el mismo comportamiento, la acción de Ultrapar mantiene un precio más estable.

El cambio de nivel II a III del ADR de Petrobras (recuadro B, gráfica 4) se dio en un periodo de expansión petrolera, y logró una valoración significativa en el precio de su acción, que paso de niveles de \$25 reales en la fecha de la emisión del ADR, hasta máximos históricos cercanos a \$60 reales aproximadamente dos meses después.

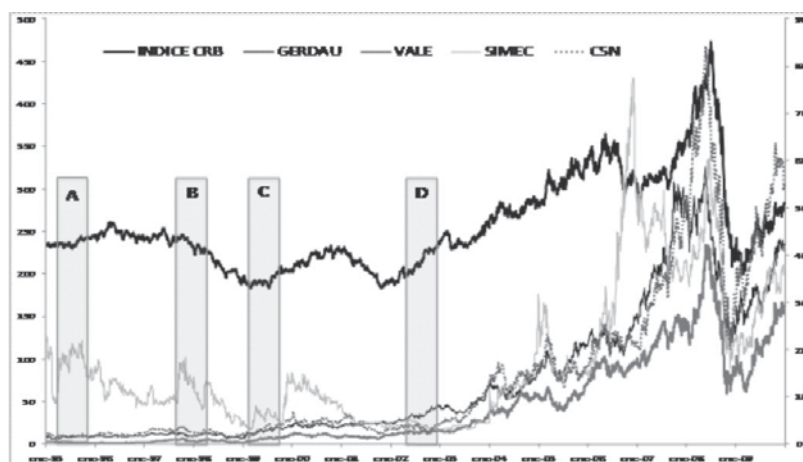
En el caso de Ecopetrol, la emisión del ADR (recuadro C, gráfica 4) se dio cuando empezó a retroceder el precio del petróleo luego de llegar a máximos históricos cercanos a los USD145 por barril a mediados de 2008. La decisión de emisión de ADR de la petrolera logró contrarrestar la caída en el precio de la acción en el mercado accionario colombiano, ya que la desvalorización alcanzó un 30% aproximadamente, mientras que el petróleo cayó aproximadamente un 75% en el mismo periodo, y en lugar de disminuir el precio de la acción, tomó una nueva senda de crecimiento, recuperando el nivel de precios del día anterior a la caída.

Por su parte, para Ultrapar, la emisión (recuadro A, gráfica 4) de ADR se dio en una fecha anterior a la de la emisión de su acción subyacente en el mercado brasilero, lo que no permite concluir el efecto de la emisión del ADR en el comportamiento del precio de la acción.

#### **4.2.1.2 Sector minero**

El CRB (*Commodity Research Bureau*) es un índice que refleja el comportamiento de los *commodities* que se negocian en la bolsa de Chicago, Nueva York, Nueva Orleans y Minneapolis. Al graficarlo junto con las acciones del sector minero y observar su comportamiento conjunto, es posible inferir que las acciones son altamente volátiles, especialmente en los últimos cuatro años, lo que se explica por las volatilidades de los precios de los productos básicos.

**Gráfica 5**  
 Relación CRB y acciones subyacentes



Fuente: elaboración propia con base en datos de Bloomberg (2009).

Las acciones de Gerdau, Vale y Cia Siderúrgica, comenzaron a tener un comportamiento similar al del índice a partir del 2002, que es cuando empieza el auge de los precios de las materias primas. En el caso de Simec la relación es constante durante todo el periodo de análisis. Los momentos de emisión de ADRs están representados en la gráfica 5 en el recuadro A para Simec, B para la Cia Siderúrgica, C para Gerdau y D para Vale, estos no muestran relación significativa con el CRB. En la tabla 9 se muestra la correlación fuerte (mayor que 0.5) que hay entre las acciones del sector y el índice CRB, teniendo en cuenta volatilidades diarias, lo que confirma lo encontrado gráficamente.

**Tabla 9**  
 Correlación de acciones sector minero con el CRB

	Vale	Gerdau	CRB	CSN	Simec
Vale	1				
Gerdau	0.9760	1			
CRB	0.7892	0.8209	1		
CSN	0.9587	0.9698	0.7564	1	
Simec	0.8090	0.8408	0.7535	0.7768	1

Fuente: elaboración propia con base en datos de Bloomberg (2009).

### **4.2.3 Relación del PIB sectorial con el número de emisiones de ADR por año**

Con la información numérica proporcionada por las gráficas del anexo B es posible afirmar que aunque se esperaba una relación positiva entre el PIB sectorial y las nuevas emisiones de ADRs por parte de empresas de América Latina, esta relación no presenta ningún patrón, ya que aunque los PIB sectoriales mantienen un comportamiento creciente en el periodo 1990-2008, las nuevas emisiones de ADRs presentan un comportamiento errático, con excepción de los últimos tres años en los que se ha dado un aumento de emisiones en todos los sectores.

## **Consideraciones finales**

Los programas de ADRs han sido un mecanismo exitoso para las empresas latinoamericanas en la búsqueda de reconocimiento internacional y aumento de capital para financiar sus estrategias de expansión. Esto se ha logrado en gran medida por la imagen de confianza y estabilidad que genera la región, especialmente países como México, Brasil, Chile y Colombia, en los mercados internacionales, lo que se ve reflejado en el alto flujo de IED hacia ellos.

Entre las principales ventajas que tiene la emisión de ADRs se encuentran ampliar la base inversionista, aumentar la visibilidad e imagen de los productos, aumentar las fuentes de inversión, entre otras. Estos factores han hecho que grandes empresas latinoamericanas estén optando por tener programas de este tipo. La emisión de ADRs no solo representa ventajas para las empresas, sino también para los inversionistas, ya que son una importante fuente de diversificación de portafolios, ofrecen mayor transparencia y confianza dados los mayores estándares exigidos por la SEC, entre otros.

Al estudiar los informes que le presentan a la SEC las empresas seleccionadas y los comunicados a los accionistas, se confirmó que emisiones de ADRs nivel III buscan un aumento de capital para financiar proyectos específicos de expansión y crecimiento de las empresas.

Desde el punto de vista macroeconómico se encontró que a diferencia de lo planteado por otros autores, los ADRs estudiados se correlacionan más con la acción subyacente que con el índice en que se negocian. Cabe destacar que las acciones subyacentes de los ADRs seleccionados son acciones representativas de los índices en que se negocian,

y a diferencia de los ADRs, los índices locales (MEXBOL, BOVESPA, IPSA, IGBC) sí siguen al índice norteamericano (Dow Jones).

Finalmente cabe destacar que a partir del análisis realizado en este artículo y teniendo en cuenta que cuando una empresa emite ADRs tiene acciones listadas en dos mercados diferentes, suponiendo así la posibilidad de hacer arbitraje, se está realizando un artículo adicional que se enfoca en comprobar la existencia de este tipo de arbitraje por medio de herramientas matemáticas y econométricas. Dicho artículo será publicado en una próxima edición de esta revista.

## **Bibliografía**

AMARI, B. y OTTONI, O. ADR Arbitrage Opportunities for Dummies. 2005.

CEPAL. La brecha digital en América Latina. Centro de Estudios Económicos para América Latina y el Caribe. México D.F. 2008.

CEPAL. Informe Trimestral de Situación: Economía y Sociedad en Latinoamérica. Centro de Estudios Económicos para América Latina y el Caribe. Madrid. 2009.

CEPAL. La Inversión Extranjera Directa en América Latina y el Caribe. Santiago de Chile. 2008.

CUARTAS, V. Diccionario Económico Financiero. Tercera edición. Universidad de Medellín. Medellín. 2006.

FROOT, K. A. y DABORA, E. How are Stock Prices Affected by the Location of Trade?. En: Journal of Financial Economics 53.1999.

GUERRERO V., Robert. Sumario de aspectos legales sobre la colocación de ADRs en los mercados internacionales. 1995.

MERIC, I. RATNER, M. LEAL, R. y MERIC, G. Co-Movements of U.S and Latin American Equity Markets Before and After the 1987 Crash. En: International Review of Financial Analysis. 2001.

MOEL, Alberto. The Role of American Depositary Receipts in the Development of Emerging Markets. Harvard Business School. 2000.

MOGUILLANSKY, G. STUDART, R. y VERGARA, S. Foreign banks in Latin America: a paradoxical result. Cepal, Review82; April 2004.

MOGUILLANSKY, Graciela. ADRs and international investing. SAP, 2009.

ZUÑIGA, S. AEDO, A. y DAGNINO, E. Detección de causalidad entre Bolsas Latinoamericanas. En: Revista de Administración y Economía. N° 59. 2002.

### **En Internet:**

Bancolombia. Grupo Bancolombia. Información Empresarial. Conoce Bancolombia.

<[http://www.grupobancolombia.com/conoceBancolombia/informacion Empresarial/conoceBancolombia/bancolombiaBolsaNuevaYork/index.asp?opcion=op1](http://www.grupobancolombia.com/conoceBancolombia/informacion%20Empresarial/conoceBancolombia/bancolombiaBolsaNuevaYork/index.asp?opcion=op1)> [Con acceso: 03-02-2010]

BNY. Bank of New York Mellon.

<<http://www.adrbnymellon.com/files/SOXSurvey.pdf>> [Con acceso: 14-02-2010]

BNY. Bank of New York Mellon.

<<http://www.adrbnymellon.com/files/AC8293.pdf>> [Con acceso: 03-02-2010]

BNY. Bank of New York Mellon. Recibos de Depósito: Creación de Valor en los Mercados Emergentes. 2007.

[http://www.adrbnymellon.com/files/PB21201\\_Spanish.pdf](http://www.adrbnymellon.com/files/PB21201_Spanish.pdf) [Con acceso: 03-04-2010]

CIA World Factbook. Central Intelligence Agency.

<<https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/us.html>>

[con acceso: 09-09-2009]

Corpbanca. Memoria y Balance Anual. 2005.

<[http://www.corpbanca.cl/storage/memoria\\_corpbanca\\_2005.pdf](http://www.corpbanca.cl/storage/memoria_corpbanca_2005.pdf)> [Con acceso: 05-02-2010]

Ecopetrol. Empresa Colombiana de Petróleos. Carta Petrolera. Edición 120. 2008.

<[http://www.ecopetrol.com.co/especiales/carta\\_petrolera120/rev\\_analisis3.htm](http://www.ecopetrol.com.co/especiales/carta_petrolera120/rev_analisis3.htm)> [con acceso: 29-01-2010]

Fundación YPF. Los Recursos Mineros de la Región.

<[http://www.fundacionypf.org.ar/publicaciones/Tierra/contents/3\\_recursos\\_tierra/cont/recur\\_mineros\\_region.htm](http://www.fundacionypf.org.ar/publicaciones/Tierra/contents/3_recursos_tierra/cont/recur_mineros_region.htm)> [con acceso: 20-04-2010]

Gerdau. Memorias Gerdau. 2008.

<<http://www.gerdau.com/sobre-gerdau/memoria-gerdau-linha-do-tempo-home.aspx>> [con acceso: 01-02-2010]

INVESTOPEDIA. The Low Down of Penny Stocks.

<http://www.investopedia.com/articles/03/050803.asp> [con acceso: 20-03-2010]

Maxcom Telecomunicaciones. Informe para Inversionistas. 2008.

<[http://www.mzweb.com.br/Maxcom/web/conteudo\\_es.asp?tipo=23048&idioma=0&conta=28](http://www.mzweb.com.br/Maxcom/web/conteudo_es.asp?tipo=23048&idioma=0&conta=28)> [con acceso: 07-02-2010]

Petrobras. Petróleo Brasileiro. Relaciones con el inversor. Informaciones a los Accionistas

<<http://www2.petrobras.com.br/ri/esp/InformacoesAccionistas/AccionistasMinoritarios.asp>> [Con acceso: 01-02-2010]

Petrobras. Petróleo Brasileiro. Acerca de Petrobras. Perfil

<[http://www2.petrobras.com.br/Petrobras/espanhol/perfil/gas\\_energia/per\\_ppt.htm](http://www2.petrobras.com.br/Petrobras/espanhol/perfil/gas_energia/per_ppt.htm)> [Con acceso: 01-02-2010]

PRNewswire United Bussines Media “Notificación del banco Itau holding a los accionistas” (2005).

<<http://www.prnewswire.co.uk/cgi/news/release?id=154052>> [Con acceso: 11-01-2010]

SEC. Securities Exchange Commission. Archivos de la SEC Form 6-K. 2008.

<<http://www.secinfo.com/dsvr4.tdfb.htm>> [con acceso: 04-02-2010]

Simec. Grupo Simec. Reporte Anual. 2003.

<<http://www.gsimec.com.mx/2003/IASIMEC2003.pdf>> [Con acceso: 07-02-2010]

Telmex. Teléfonos de México. Archivos de la SEC Form 20-F

<[http://www.telmexinternacional.com/assets/docs/080603\\_20F\\_filed\\_SEC\\_May\\_30\\_w%20financials.pdf](http://www.telmexinternacional.com/assets/docs/080603_20F_filed_SEC_May_30_w%20financials.pdf)> [con acceso: 06-02-2010]

Ultrapar Participações. Grupo Ultra. Relación con el Inversionista. Perfil Corporativo

<[http://www.ultra.com.br/site/eng/ultrapar\\_perfilCorporativo.asp](http://www.ultra.com.br/site/eng/ultrapar_perfilCorporativo.asp)> [con acceso: 03-02-2010]

Vale. Comunicado de Vale do rio doce a sus inversionistas. 2004

<[http://www.vale.com/vale\\_us/media/1607stockSpliti.pdf](http://www.vale.com/vale_us/media/1607stockSpliti.pdf)> [Con acceso: 10-01-2010]

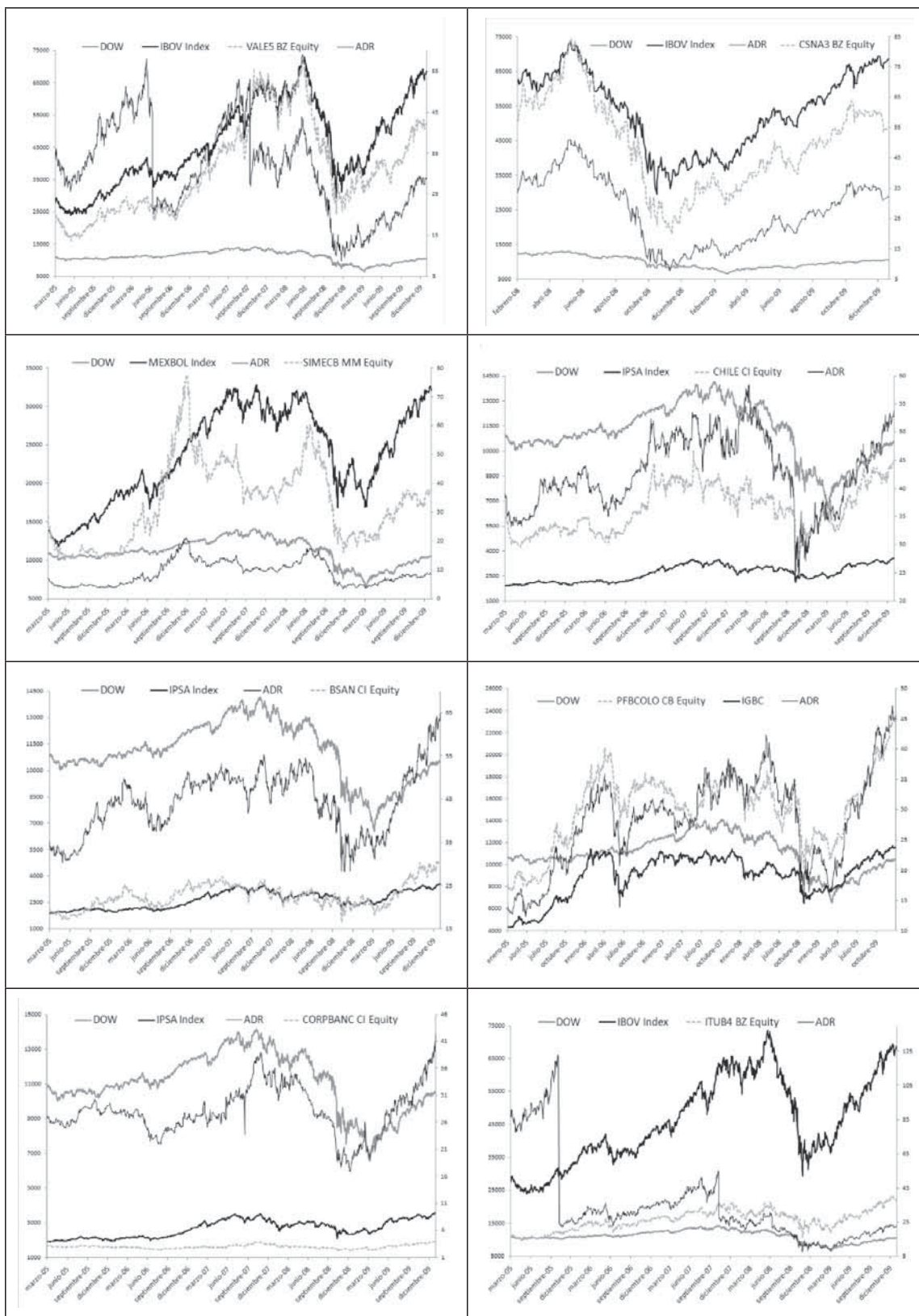
## Anexos

### Anexo A

Gráficas de relación ADRs con acción subyacente,  
índice local e índice Dow Jones



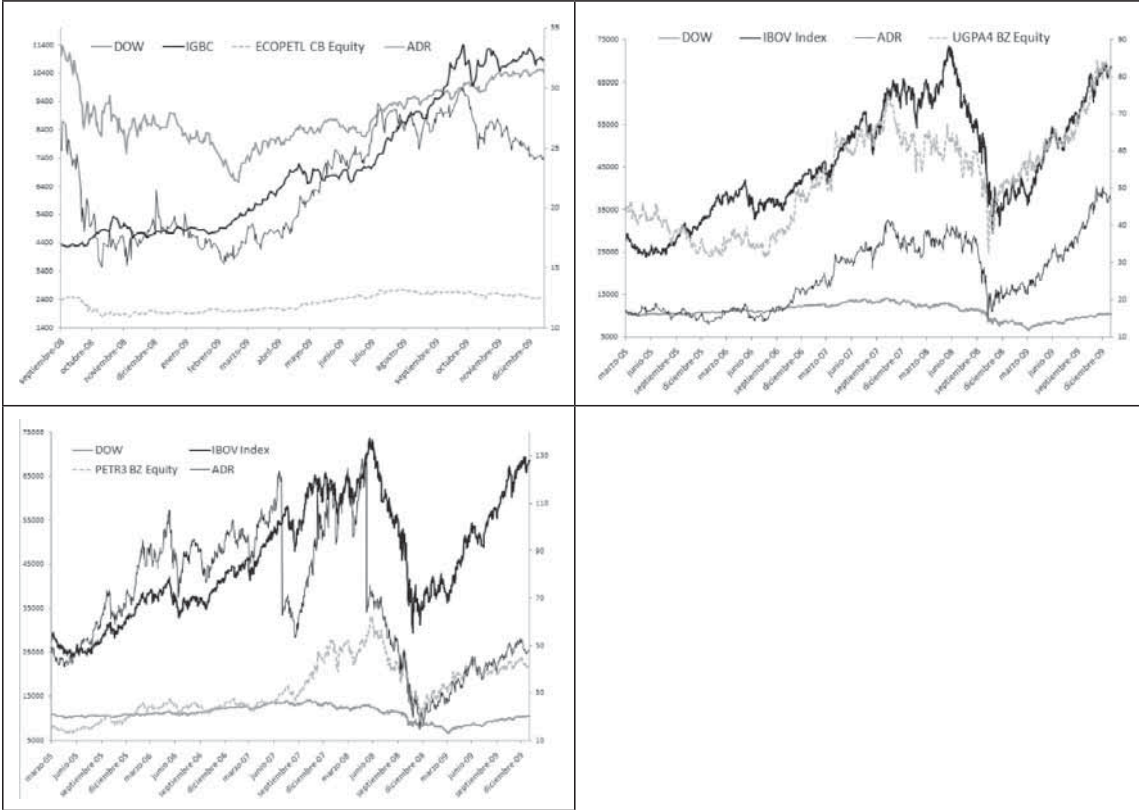






**Generalidades de los ADRs: Un estudio de caso sectorial para empresas de Colombia...**

NICOLÁS ACEVEDO V. - DANIELA FLEISMAN V.  
 ANGÉLICA MONTOYA V. - ANDRÉS MAURICIO MORA C.

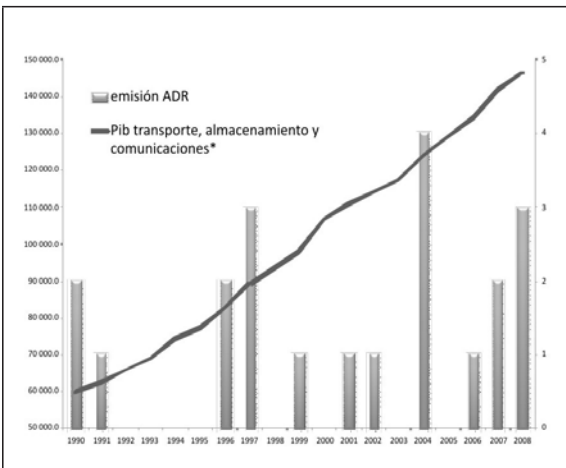


Fuente: elaboración propia con base en datos de Bloomberg.

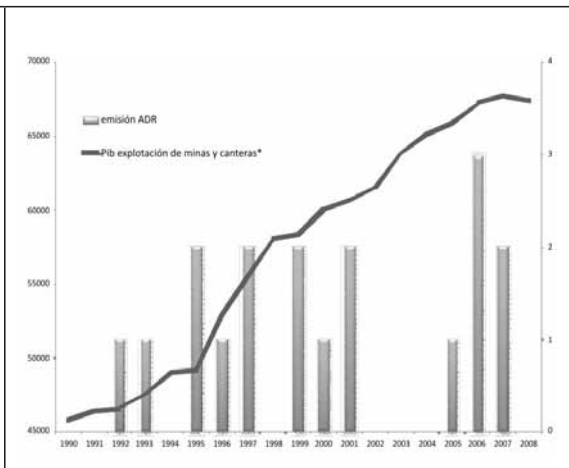
**Anexo B**

**PIB sectorial y emisión de ADRs**

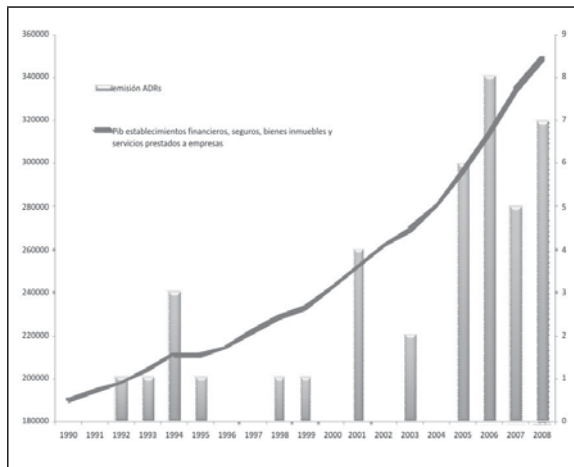
**Sector Telecomunicaciones**



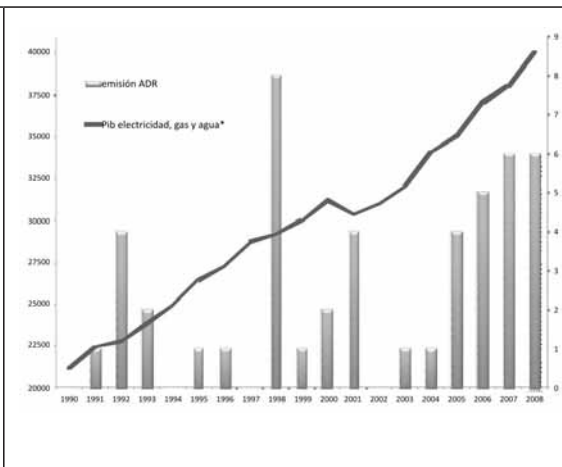
**Sector minero**



**Sector financiero**



**Sector energético**



Fuente: Cálculos propios. Datos de la CEPAL y Bank of New York.

**Anexo C**

**Volatilidades históricas índices bursátiles**

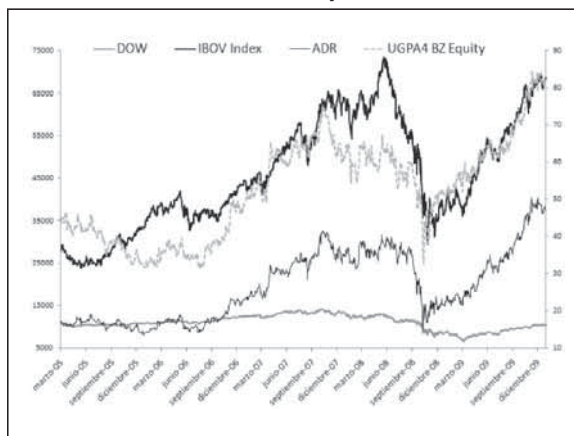
**IGBC**



**IPSA**



**Bovespa**



**Mexbol**

