

18

ADR'S CASO COLOMBIANO

Fernando de Jesús Franco Cuartas*

Recibido: Agosto 10 de 2010

Aceptado: Septiembre 30 de 2010

RESUMEN

Este trabajo investiga la relación entre el desempeño de los ADR's colombianos en Estados Unidos y las acciones de sus emisores en Colombia, desde la fecha de inscripción hasta el 31 de agosto de 2010. En consecuencia con los resultados reportados, el estudio no encuentra una relación estadísticamente significativa entre

el comportamiento de los títulos en el mercado local y los *American Depositary Receipts* (ADR). Esto sugiere que el desempeño de ambos títulos es independiente.

PALABRAS CLAVE

ADR, Acciones Preferenciales, Acciones Ordinarias, Bolsa de Valores.

* Administrador de Negocios EAFIT. Especialista en Finanzas EAFIT. Estudios de: MBA Sc. EAFIT / HEC Canadá. Maestría Economía U.N. Medellín. Profesor universitario. Consultor Gerencial, Asesor Mercado de Capitales. ffrancoc@une.net.co. gaceta@gacetafinanciera.com www.gacetafinanciera.com

ADR'S COLOMBIAN CASE

Fernando de Jesús Franco Cuartas

ABSTRACT

This work investigates the relation between the performance of the Colombian ADR's, in the United States and the shares of its emitters in Colombia, from the date of inscription to 31 de August of 2010. Consequently with the reported results, the study does not find a statistically significant relation between the behavior of the

shares in the local market and American Depository Receipts (ADR). This suggests the performance of both titles is independent.

KEY WORDS

ADR, Preferential Shares, Ordinary Shares, Stock market.

INTRODUCCIÓN

Los ADRs fueron emitidos por primera vez en 1927 con el fin de permitir que los inversionistas de los Estados Unidos pudieran invertir fuera de su país. Son certificados que representan la propiedad sobre acciones o bonos de una empresa no estadounidense o subsidiaria en el extranjero de una empresa estadounidense, y son emitidos por bancos norteamericanos. La emisión de los ADRs se hace con el respaldo de acciones que están en custodia en el país donde se encuentra ubicada la empresa emisora de las acciones. Los ADRs se pueden convertir en las acciones originales (o subyacentes) en cualquier momento, a solicitud del titular.

A partir de la primera emisión de *American Depositary Receipts*, lanzada en Colombia,¹ a mediados de la década de los noventa, varias empresas han incorporado estos instrumentos como parte de su portafolio de fuentes de financiamiento. En Colombia, a 31 de agosto de 2010, se cuenta con los ADR's de Bancolombia, Ecopetrol e ISA.

Si bien el número de empresas locales que cuentan con activos en las plazas del mundo es limitado, el mercado de los ADR's parece una de las herramientas de mayor potencial para firmas de países emergentes.

Así lo muestra un informe de *The Bank of New York Mellon Corporation*, que asegura que al cierre de 2009 el mercado estadounidense contaba con 2.082 programas de ADR's de compañías en 74 países.

DATOS

Las diferentes series de tiempo se obtienen del portal del Grupoaval, la bolsa de valores de Colombia y yahoo desde enero de 2002 a agosto 31 de 2010. Herramienta procesal EViews y Excel.

METODOLOGÍA

Este es un trabajo de carácter exploratorio y descriptivo sobre el comportamiento de los ADRs en los Estados Unidos de América y las acciones equivalentes en Colombia. Se parte del desempeño histórico del ADR de Bancolombia (CIB) y Ecopetrol (EC), presentes en la economía de los Estados Unidos y el desempeño de la acción Preferencial de Bancolombia y la acción ordinaria de Ecopetrol en la bolsa de valores de Colombia.

MARCO TEÓRICO²

En la emisión de los ADRs participan dos bancos norteamericanos: un banco de inversión que es el que compra las acciones extranjeras y luego las ofrece en los Estados Unidos; y un banco depositario que es el que emite y cancela los ADRs, ejerciendo todos los servicios como emisor de valores (pago de dividendos, información) y la relación permanente con los inversionistas dueños de los valores.

Los ADRs son valores emitidos a nombre del titular (nominativos) y su venta/compra en los Estados Unidos se hace de acuerdo a las leyes norteamericanas, debiendo registrarse ante la *Securities and Exchange Commission* (SEC), que es la autoridad que regula los mercados de valores estadounidenses. Como cualquier otro valor listado en las bolsas estadounidenses, están colocados en el Depósito Central de los Estados Unidos.

En cuanto al ratio de acciones originales por ADR, el banco emisor buscará fijarlo en un nivel que sea adecuado para la negociación en los Estados Unidos, no existiendo ninguna fórmula para su establecimiento. En adelante el precio del ADR será resultado del libre juego de la oferta y demanda, como ocurre para cualquier otra acción.

1. La primera empresa fue Bancolombia en julio 25 de 1995.

2. Citado en www.gacetafinanciera.com

Si bien los ADRs son valores diferentes a las acciones que los respaldan, sus precios son similares y en muchos casos, el precio del ADR en los mercados estadounidenses es determinante en la formación del precio en el mercado origen.

En caso que existiera una diferencia entre el precio del ADR y el de la acción, este no tardará en desaparecer pues habrá alguien que aproveche esta excelente oportunidad para el arbitraje (comprar en el mercado en el que el precio está bajo y vender luego en el mercado con los precios más altos).

American Depositary Shares – ADSs

Los ADSs son las acciones que se venden y registran en los Estados Unidos como cualquier otra acción. La única diferencia es que son emitidas con el respaldo de acciones de una empresa no estadounidense. Varias ADRs se pueden agrupar en un solo certificado o ADR. Sería más apropiado hablar de negociación de ADSs en lugar de negociación de ADRs.

Global Depositary Receipts – GDRs

Los GDRs son una variante de los ADRs, ofrecidos fuera de los Estados Unidos. Se negocian en múltiples mercados, en especial en la Bolsa de Luxemburgo o en SEAQ (*Stock Exchange Automated Quotation*) que es un sistema basado en Londres.

Ventajas de los ADRs. Los ADRs otorgan las siguientes ventajas:

- a. Permiten a los inversionistas estadounidenses adquirir acciones de empresas extranjeras, pero desde sus propias bolsas y en la manera a la que están acostumbrados a negociar. Como las operaciones se hacen en las bolsas estadounidenses, no tienen que incurrir en costos adicionales, como sí lo harían en caso que decidieran comprar las acciones subyacentes en los mercados de origen.
- b. Otorgan a los inversionistas los mismos derechos (dividendos en acciones o en efectivo, derechos de suscripción, entre otros) que los

otorgados por las acciones subyacentes. En la mayoría de los mercados, está permitido que los bancos emisores de los ADRs ejerzan el derecho de voto en representación de los inversionistas dueños de ADRs quienes previamente habrán recibido formularios para manifestar su decisión.

- c. Permiten a las empresas emisoras latinoamericanas acceder a los mercados de capitales de los Estados Unidos y ganar visibilidad.
- d. Establecen una historia para la empresa preparando el camino para futuras ofertas de acciones o bonos en los mercados de valores mundiales.

¿Quién es el emisor de los ADRs?

Los ADRs son emitidos por un banco comercial estadounidense, el cual también puede actuar como banco depositario. Son tres los principales bancos emisores de ADRs en los Estados Unidos: *Citibank*, *J.P. Morgan* y el Banco de Nueva York (*BONY*).

El banco emisor es el que realiza el estudio previo (y por ello garantiza que las acciones subyacentes son una interesante opción de inversión), realiza los trámites para emitir los ADRs en los Estados Unidos (cumple con los requisitos de la SEC), realiza su promoción (*road show*) y luego los emite.

En cuanto al depositario, además de ser el responsable de las acciones en el país de la empresa emisora, actúa como enlace entre la empresa y los inversionistas en los Estados Unidos. Es decir, recibe la información sobre la empresa que luego difunde en el mercado norteamericano; paga los dividendos que la empresa hubiera decidido entregar; se comunica con los corredores para asegurar la mejor negociación de los valores; y mantiene informados a los dueños de los ADRs sobre cualquier evento que pudiera afectar el precio de los valores.

¿Qué es un programa patrocinado/no patrocinado de ADRs?

Los ADRs pueden emitirse a través de dos pro-

gramas, dependiendo del grado de participación de la empresa emisora de las acciones subyacentes. En un programa no patrocinado no existe acuerdo entre la empresa emisora de las acciones y el banco depositario. La emisión de los ADRs se hace por iniciativa del banco o bancos norteamericanos.

Por el contrario, en un programa patrocinado, el emisor participa en la emisión de los ADRs pues le interesa que sus acciones sean compradas por inversionistas estadounidenses. Para ello, firma un acuerdo con el banco depositario mediante el que se compromete a entregar la más amplia información sobre sus acciones, situación que se refleja en el precio del ADR. El compromiso de la empresa en la emisión genera confianza en la comunidad emisora.

Como los programas no patrocinados no son elegibles para ser listados en las bolsas estadounidenses, existen muy pocos programas de este tipo.

¿Qué clase de ADRs existen? Existen cinco tipos de ADRs:

Emitido sobre acciones existentes:

- a. Nivel 1
- b. Nivel 2

Emitido sobre acciones nuevas:

- c. Nivel 3
- d. Regla 144a
- e. Oferta Global – GDR

- a. Nivel 1. Es la forma más rápida y sencilla mediante la cual empresas no estadounidenses pueden ofrecer sus acciones en los Estados Unidos. Estos ADRs no están listados en una bolsa norteamericana. Sin embargo, pueden ser adquiridos por norteamericanos por lo que se requiere su registro previo ante la SEC

quedando la empresa obligada a entregarle continuamente información relevante para los inversionistas.

- b. Nivel 2. A diferencia del nivel 1, estos ADRs se listan en una bolsa estadounidense. El emisor debe igualmente proporcionar a la SEC información relevante además de asumir las obligaciones de empresa con valores listados en una bolsa de los Estados Unidos.
- c. Nivel 3. Oferta Pública Primaria. Esta modalidad permite a la empresa emitir nuevas acciones y colocarlas mediante ADRs entre inversionistas estadounidenses. Son listados en las bolsas norteamericanas.
- d. Regla 144A. Oferta Privada Primaria. Al igual que el nivel 3, se refiere a la emisión de nuevas acciones por parte de la empresa. Sin embargo, los ADRs no son listados en las bolsas estadounidenses sino que son colocados entre inversionistas institucionales (*Qualified Institutional Buyers- QIBs*). Este programa es similar al Nivel 3 en cuanto a las formalidades que debe cumplir el emisor ante la SEC. Los ADRs emitidos bajo este programa solo podrán venderse al público no institucional después de dos años de su colocación.
- e. GDRs Oferta Global. Bajo esta modalidad, la empresa coloca sus acciones en los mercados internacionales, pudiendo hacerlo de forma privada o pública. Generalmente el programa es estructurado como una Regla 144A en los Estados Unidos y una oferta pública de GDRs fuera de los Estados Unidos sin ninguna restricción.

Los analistas coinciden en que la llegada al mercado de capitales estadounidense es una oportunidad de capitalización para compañías como Bancolombia³, esto se ve reflejado en las emisiones de acciones en el mercado internacional que realizó la firma en 1995, 2000 y 2007, que le han permitido fortalecer su patrimonio y crecer sus negocios. Asimismo, desde su llegada a Wall Street, los activos de Bancolombia se han multiplicado por 17 mientras que su capitalización

3. Diario la republica.com. julio 2010

bursátil lo ha hecho por 13 a julio de 2010.

“La presencia en el mercado internacional, a través de la inscripción bajo la forma de ADR's basados en acciones preferenciales de Bancolombia ha sido un fenómeno determinante desde el punto de vista del crecimiento y de la consolidación estratégica de Bancolombia en los últimos 15 años”, aseguró Jorge Londoño, presidente de la entidad. Ver grafica 3.

Actualmente, el ADR de Bancolombia también se transa en la Bolsa de Valores de Lima, plaza a la que llegó en diciembre de 2009 de la mano con Ecopetrol, esta última también cotiza en la bolsa Canadiense. En la actualidad solo estas dos compañías tienen ADR's disponibles en el mercado estadounidense, no obstante, compañías como Chocolates han mostrado su interés por llegar a Wall Street.

La democratización de acciones de Ecopetrol marcó un hito en la historia del mercado de capitales en Colombia, de igual forma, su llegada a la Bolsa de Valores de Nueva York ha sido muestra del desarrollo y fortalecimiento de la compañía durante los últimos años.

El ADR de la petrolera representa la propiedad sobre un paquete de títulos en este caso sobre 20 acciones ordinarias de Ecopetrol. Este título facilita a inversionistas extranjeros adquirir ac-

ciones de Ecopetrol y a la empresa a extender su plan de internacionalización. Adicionalmente, en noviembre de 2009 el ADR, el mismo que se negocia en la Bolsa de Nueva York, empezó a ser transado en la Bolsa de Valores de Lima.

COMPARACIONES

En la Tabla I se observa el comportamiento de precios del ADR de Ecopetrol (EC), del ADR de Bancolombia (CIB), de la acción PF de Bancolombia (PFBCol) y la acción ordinaria de Ecopetrol (Ecopetrol).

Es importante anotar que 4 acciones PFBCol son equivalentes a un ADR (CIB), de manera similar, un ADR (EC) equivale a 20 acciones ordinarias de Ecopetrol.

El American Depositary Receipt en Estados Unidos de Ecopetrol, arranca cotizaciones el 18/09/2008 a USD 23 con un volumen de 371500 unidades y, hoy 31/08/2010 su precio de cierre se ubicó en USD 38.73 con un volumen de 139020. De continuar la tendencia del ADR (EC), este título estaría rentando un 98,3% e. a. El precio mínimo en las últimas 52 semanas fue 23,47 y el máximo 38,79, para una rentabilidad en continuo del 50,24%. Ver gráfica I. En el mercado local la acción ordinaria ha rentado a la fecha un 191,73 por ciento incluido los dividendos recibidos.

GRÁFICA I

Ecopetrol S. A. American Deposit (NYSE: EC) After Hours: 38.68 N/A (N/A) 4:00 PM EDT

Last Trade:	38.73	Day's Range:	37.39 - 38.79
Trade Time:	4:05PM EDT	52wk Range:	23.47 - 38.79
Change:	↑0.99 (2.62%)	Volume:	167,299
Prev Close:	37.74	Avg Vol (3m):	139,020
Open:	37.86	Market Cap:	78.37B
Bid:	35.17 x 200	P/E (ttm):	27.66
Ask:	39.17 x 200	EPS (ttm):	1.40
ly Target Est	32.33	Div & Yield:	1.23 (3.30%)

Fuente www.yahoo.com

Por su lado El 25 de julio de 1995, Bancolombia, (entonces Banco Industrial Colombiano) realizó una oferta pública de acciones en Wall Street, en dicha operación la entidad puso en el mercado ADR's por 63.384 millones de pesos. Desde entonces, el título registra una valorización de 342,96 por ciento y actualmente se cotiza cerca de los 64,23 dólares. El precio estimado para el 2010 ya fue superado con creces ver gráfica 2.

Los rendimientos del ADR EC y los rendimientos de la acción ordinaria muestran un nivel de correlación directa de 8,09% y una fortaleza de cohesión del modelo de estimación del 0,7%, lo cual muestra a las claras una nula predeterminación del American Depositary Receipt sobre el comportamiento de la acción petrolera en la Bolsa de Valores de Colombia como se plasma en la tabla 2.

TABLA 1
Comportamiento de los Precios de Cierre

Criterio	Ecopetrol	ADR EC	PF Bcol	ADR CIB
Media diaria Histórica	0,1%	0,1%	0,2%	0,0%
Anual Histórica	26,0%	24,2%	46,8%	10,4%
Media diaria 2010	0,2%	0,3%	0,1%	0,2%
Anual 2010	67,4%	98,3%	43,5%	68,1%
Media diaria 12 meses	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%
Anual 12 meses	29,2%	42,0%	58,9%	80,6%
Vol diaria Histórica	1,8%	3,2%	2,3%	3,1%
Vol anual Histórica	28,5%	50,6%	35,3%	49,5%

Cálculos Fernando de Jesús Franco Cuartas

Fuente www.gacetafinanciera.com

GRÁFICA 2

Bancolombia S. A. Common Stock (NYSE: CIB)
After Hours: 64.22 ↓ -0.01 (-0,02%) 5:52 PM EDT

Last Trade:	64.23	Day's Range:	61.07 - 64.33
Trade Time:	4:04PM EDT	52wk Range:	33.50 - 64.33
Change:	↑3.14 (5.14%)	Volume:	611,039
Prev Close:	61.09	Avg Vol (3m):	451,977
Open:	61.18	Market Cap:	N/A
Bid:	64.23 x 100	P/E (ttm):	N/A
Ask:	64.88 x 100	EPS (ttm):	N/A
ly Target Est	57.87	Div & Yield:	N/A (N/A)

Fuente www.yahoo.com

TABLA 2

Criterio	Ecopetrol	ADR EC	PF Bcol	ADR CIB
Coeficiente de correlación múltiple	8,09%		1,98%	
Coeficiente de determinación R ²	0,7%		0,04%	

Cálculos Fernando de Jesús Franco Cuartas

Fuente www.gacetafinanciera.com

Situación similar acontece entre los títulos de Bancolombia, se observa que la dependencia entre los valores se deteriora más.

De acuerdo con la tabla 3, los parámetros del modelo de regresión para estimar el comportamiento del título preferencial de Bancolombia a partir de su ADR y, en particular el beta, no tiene relevancia estadística, ratificando lo indicado por el coeficiente de determinación.

De acuerdo con la tabla 4, los parámetros del modelo de regresión para estimar el comportamiento del ADR de Bancolombia a partir de la acción ordinaria y, en particular el beta, no tiene relevancia estadística, confirmando lo indicado

por el coeficiente de determinación.

De acuerdo con la tabla 5, los parámetros del modelo de regresión para estimar el comportamiento del título de Ecopetrol en la BVC a partir de su ADR y, en particular el beta, no tiene relevancia estadística, ratificando lo indicado por el coeficiente de determinación.

De acuerdo con la tabla 6, los parámetros del modelo de regresión para estimar el comportamiento del ADR de Ecopetrol a partir de la acción ordinaria y, en particular el beta, no tiene relevancia estadística, confirmando lo indicado por el coeficiente de determinación.

TABLA 3
PFBCOL VD

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad
Intercepción	0,001581294	0,000487036	3,246769776	0,1%
Variable X I	- 0,02	0,017504218	-0,920993926	35,7%
Cálculos Fernando de Jesús Franco Cuartas				

Fuente www.gacetafinanciera.com

TABLA 4
PFBCOL VI

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad
Intercepción	0,001627	0,000600	2,712582	0,7%
Variable X I	-0,024429	0,026524	-0,920994	35,7%
Cálculos Fernando de Jesús Franco Cuartas				

Fuente www.gacetafinanciera.com

TABLA 5
ECOPETROL VD

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad
Intercepción	0,000656	0,000712	0,920462	35,78%
Variable X I	0,040068	0,022358	1,792141	7,37%
Cálculos Fernando de Jesús Franco Cuartas				

Fuente www.gacetafinanciera.com

TABLA 6
ECOPETROL VI

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad
Intercepción	0,000748	0,001439	0,520247	60,3%
Variable X I	0,163182	0,091054	1,792141	7,4%
Cálculos Fernando de Jesús Franco Cuartas				

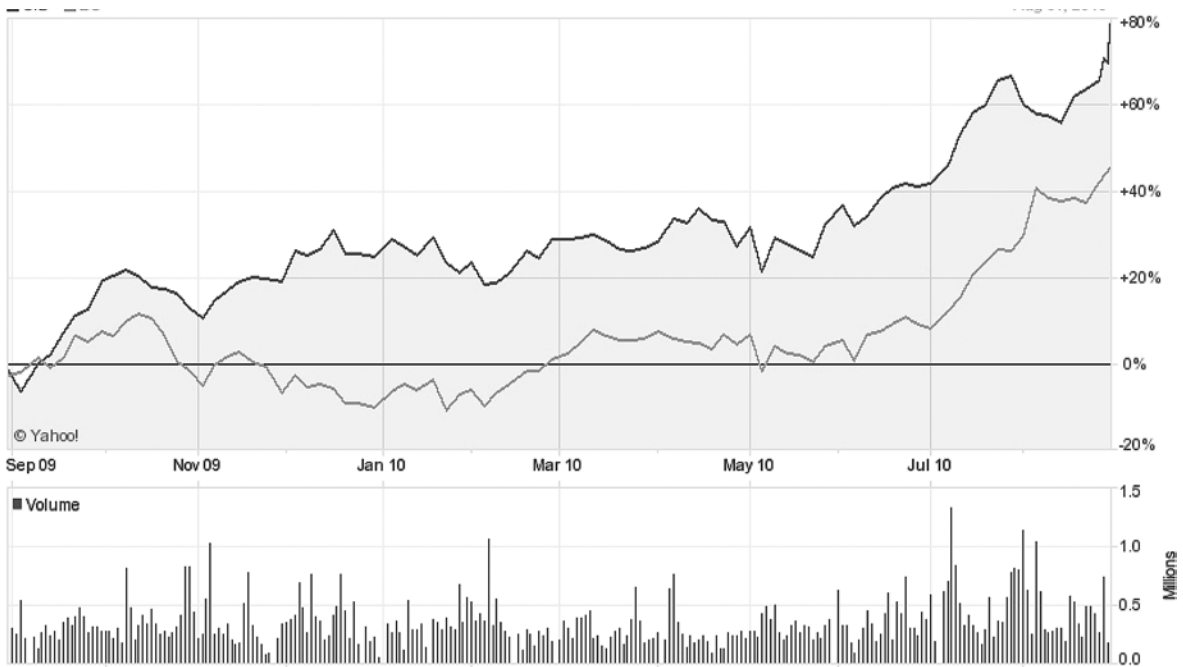
Fuente www.gacetafinanciera.com

GRÁFICA 3
Bancolombia S. A. Common Stock



Fuente www.yahoo.com

GRÁFICA 4
Bancolombia S. A. Common Stock



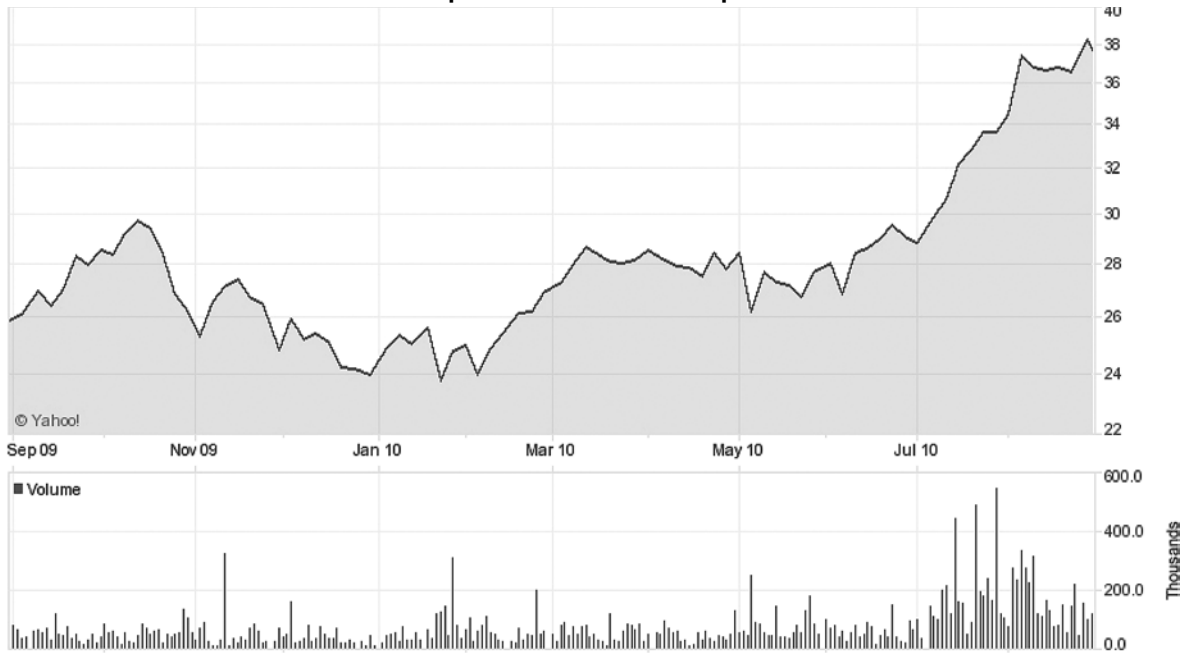
Fuente www.yahoo.com

GRÁFICA 5
Ecopetrol S. A. American Deposit



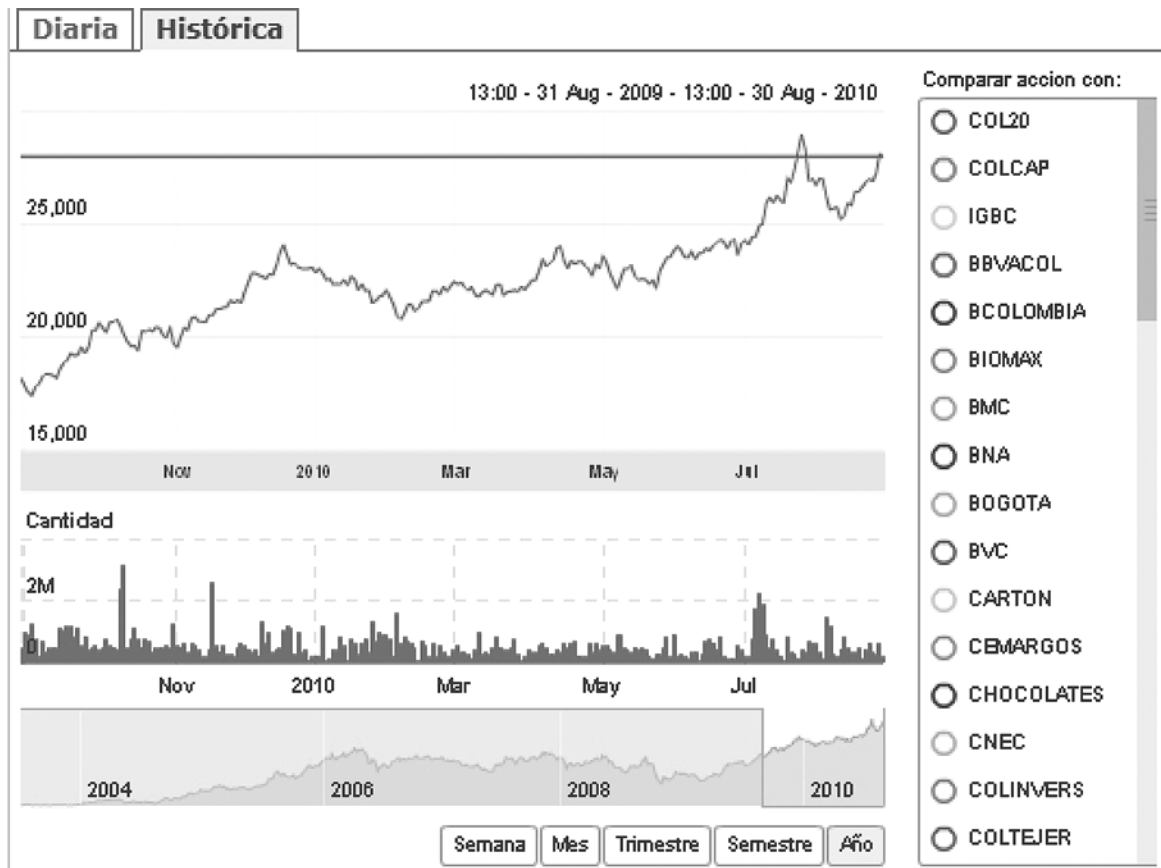
Fuente www.yahoo.com

GRÁFICA 6
Ecopetrol S. A. American Deposit



Fuente www.yahoo.com

GRÁFICA 7
PF Bancolombia



Fuente www.bvc.com.co

OBSERVACIONES Y FUTUROS ESTUDIOS

Este trabajo explora la relación entre el desempeño de los ADRs de Bancolombia y la Empresa Colombiana de Petróleos, durante el periodo septiembre 2008 al 31/08/2010 para el caso de la petrolera y desde febrero de 2021 hasta la misma fecha para el American Depositary Receipt de Bancolombia. Los principales resultados se pueden agrupar en dos partes: la primera, como consecuencia del análisis descriptivo, y la segunda, de los resultados del análisis anova.

En correlato a lo primero, se observa una alta correlación positiva entre los dos ADRs en el mercado de los Estados Unidos, ver gráfica 4, al

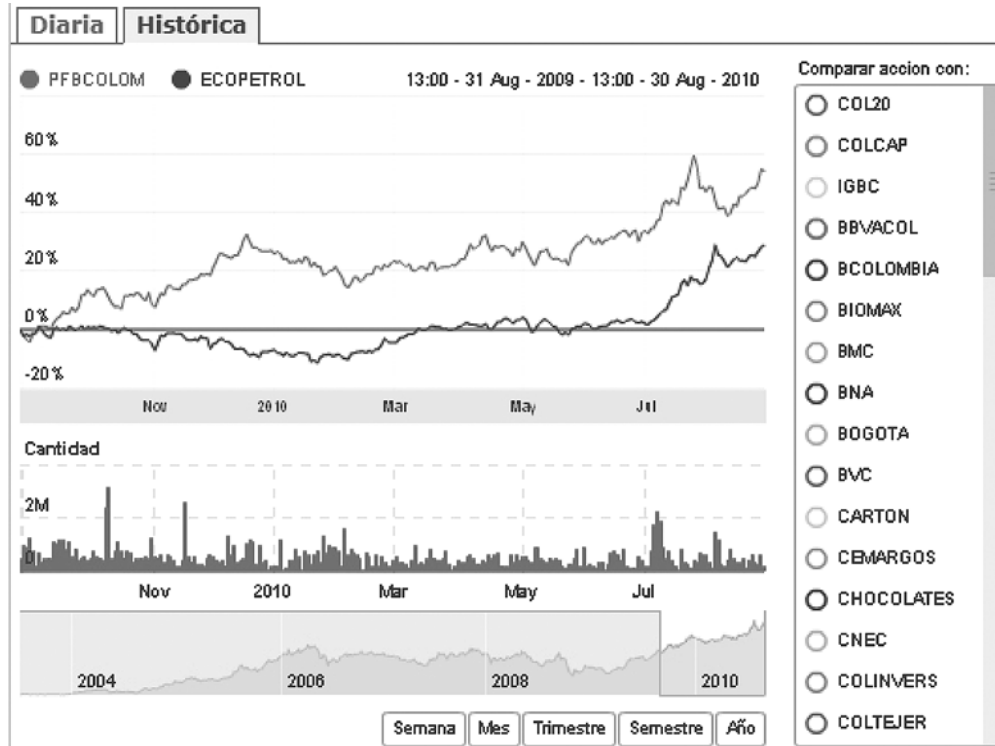
igual que en el mercado de valores colombiano ver gráficas 8 y 9.

Referente a lo segundo, y concordante con los resultados mostrados en las tablas 2 al 6, el presente estudio no encuentra una relación estadísticamente significativa entre el desempeño de los ADRs de las empresas Bancolombia y Ecopetrol y sus acciones equivalentes en la BVC.

Los inversionistas en los Estados Unidos y en Colombia, deben motivarse por el impacto por tasa de cambio, para explorar sus efectos en el desempeño de dichos títulos, al igual que la información relevante en función de los sectores económicos en los cuales se mueven los emisores en Colombia y su inserción a la economía global.

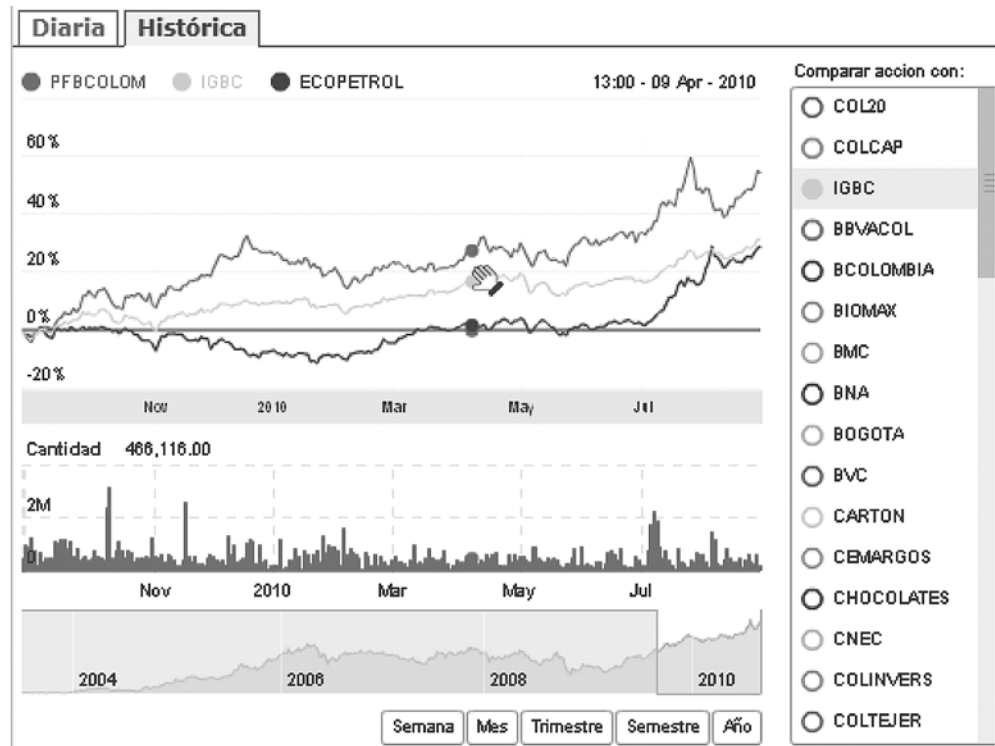


GRÁFICA 8



Fuente www.bvc.com.co

GRÁFICA 9



Fuente www.bvc.com.co

BILIOGRAFÍA

Martin, José Luis (2007). *Finanzas Internacionales*. Thompson.

Romer, David. *Macroeconomía Avanzada*. McGraw-Hill. Segunda edición.

www.gacetafinanciera.com

www.grupoaval.com

www.bvc.com

www.yahoo.com
