



Vigilada Mineducación

ANÁLISIS DEL RETORNO TOTAL AL ACCIONISTA COMO MEDIDA DE CREACIÓN DE
VALOR EN LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA

Total Shareholder Return analysis as a measure of value creation in the Colombian stock
exchange

ISABEL ARIAS RAMÍREZ – MATEO RÚA RAMÍREZ

Trabajo de grado presentado como requisito para optar al título de magíster en
Administración Financiera

Asesor

Carlos Eduardo González Tabares

UNIVERSIDAD EAFIT
ESCUELA DE ECONOMÍA Y FINANZAS
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA - MAF
MEDELLÍN
2023

Resumen

En este estudio se analiza el retorno total a los accionistas, medido por el *total shareholder return* (TSR) del Icolcap, como ETF (fondo cotizado en bolsa que sigue el índice COLCAP) representativo del mercado de valores colombiano desde el 2011 hasta el 2022, con el fin de evaluar la creación de valor económico que han logrado las compañías colombianas para sus accionistas durante los años de análisis. Conforme a esta evaluación, se presenta el comportamiento que ha tenido la distribución de utilidades en Colombia y en otros mercados a lo largo del tiempo, medido tanto por los niveles de repartición de dividendos como por medio de la ejecución de programas de recompra de acciones. Finalmente, se desarrolla una comparación del resultado del TSR con el rendimiento de otros productos de inversión locales y contra los TSR que han tenido otros ETF representativos de mercados internacionales.

Palabras clave: Finanzas corporativas y gobernanza (G3), gobierno corporativo (G34), política de repartición de utilidades (G35), mercados financieros e instituciones (N2), América Latina (N26).

Abstract

In this study, we analyze the total shareholder return (TSR) of Icolcap, an Exchange-Traded Fund (ETF) representing the Colombian stock market from 2011 to 2022. The objective is to assess the economic value creation achieved by Colombian companies for their shareholders during the years under review. As part of this evaluation, we examine the trends in profit distribution in Colombia and other markets over time, measured both by dividend payouts and share buyback programs. Finally, we compare the TSR results with the performance of other local investment products and against the TSRs of other ETFs representing international markets.

Keywords: Corporate finance and governance (G3), corporate governance (G34), payout policy (G35), financial markets and institutions (N2), Latin America (N26).

Contenido

1. Introducción	5
2. Planteamiento del problema	8
3. Objetivos	10
3.1 Objetivo general	10
3.2 Objetivos específicos.....	10
4. Marco teórico	11
4.1 Medición del valor	16
4.2 Los dividendos y las recompras de acciones.....	19
5. Metodología	22
6. Resultados del <i>total shareholder return</i> – TSR	28
6.1 Comparación con otras alternativas de inversión.....	29
7. Conclusiones y recomendaciones.....	32
Referencias	35

1. Introducción

El propósito principal de las compañías no se limita únicamente a maximizar sus ganancias en el corto plazo, sino que se extiende a construir un negocio sólido y rentable que genere beneficios consistentes a lo largo del tiempo para múltiples grupos de interés. Sin embargo, la creación de valor económico seguirá siendo el objetivo que posibilita las redes de intercambio y acciona las sinergias en beneficio de la sociedad y del planeta.

Se ha buscado siempre medir el valor económico por medio de una gran cantidad de indicadores financieros que se adapten a las necesidades de información para el responsable y correcto monitoreo de los portafolios de inversión y que al mismo tiempo le den señales al mercado sobre tendencias del comportamiento del beneficio financiero entre compañías de diferentes sectores de la economía. Este estudio se enfocará en evaluar el indicador sobre el retorno total al accionista (*total shareholder return* o TSR), que emerge en este contexto como una medida valiosa y completa porque permite evaluar el rendimiento total de una inversión, incluyendo tanto la apreciación o la depreciación de las acciones en un periodo de tiempo determinado, como los dividendos pagados a los accionistas, junto con el efecto de los programas de recompras de acciones que se hayan efectuado en el ciclo de análisis.

Según la firma de consultoría Boston Consulting Group, el TSR es la única métrica que representa el resultado final del accionista, y medida en un marco de tiempo de tres a cinco años, brinda la oportunidad de implementar las estrategias empresariales y de madurar las inversiones (Hansell *et al.*, 2018).

Adicionalmente, los profesores Desai, Egan y Mayfield, en un artículo del Harvard Business Review, sostienen que el TSR se ha convertido en la métrica definitiva para medir el rendimiento de las compañías listadas en bolsa. A diferencia de medidas contables como el crecimiento de los

ingresos o las ganancias por acción que reflejan el pasado, el TSR se basa en el precio de la acción, y por lo tanto, captura las expectativas de los inversores sobre lo que sucederá en el futuro, lo cual es su principal atractivo (Desai, Egan y Mayfield, 2022).

Para complementar el análisis en el cambio de precio de las acciones, el TSR, al integrar el componente de la remuneración al accionista por medio de dividendos o recompras de acciones, abre la posibilidad de evaluar el comportamiento que ha tenido la política de retribución a lo largo de los años. Es importante señalar que los programas de recompras de acciones se han convertido en uno de los principales mecanismos para distribuir efectivo a los accionistas en las más importantes bolsas de valores del mundo, pero el mismo fenómeno no se ha visto en Colombia.

Como indica la firma Standard and Poors, desde 1997 la recompra de acciones ha sobrepasado la entrega de dividendos en el mercado estadounidense. La proporción de empresas que pagan dividendos disminuyó al 43 % en el 2018 desde el 78 % en 1980, mientras que la proporción de empresas realizando recompra de acciones aumentó al 53 % desde el 28 % durante el mismo período. Es por esta razón que se desarrollará en detalle la evolución de este comportamiento (Zeng y Luk, 2020).

Este estudio enfocará su análisis en el mercado de valores colombiano, buscando con el TSR evaluar la creación total de valor en los últimos 12 años del Icolcap. Este es el mayor fondo de acciones colombianas del mundo; con COP 5,8 billones, tiene una posición entre las principales empresas del país y representa variados sectores como Servicios Financieros, Consumo, Energía y Commodities, entre otros, y sigue al índice MSCI COLCAP, diseñado para generar mayor consistencia y transparencia, en línea con las metodologías internacionales (BlackRock, 2023). En general, puede considerarse al Icolcap como un activo que permite reflejar el comportamiento del mercado de renta variable colombiano, y de esta forma es utilizado en el presente análisis.

Este análisis inicial proporcionará una base para comparar luego el rendimiento de las acciones del mercado colombiano, medidas por el TSR, contra otras alternativas de inversión, como bonos y otros instrumentos financieros. Para finalizar, se realizará también un paralelo de los niveles del TSR encontrado, contra el de los mercados de otros países emergentes o desarrollados, lo cual hará posible pasar a conclusiones sobre lo distintivo que es el mercado de valores colombiano, evaluar las limitantes del trabajo y pasar a las anotaciones finales.

2. Planteamiento del problema

El mercado de capitales colombiano se ha caracterizado por tener comportamientos rezagados frente a los otros mercados de su región, y no ha seguido el ritmo de progreso de la economía colombiana en su conjunto durante las últimas dos décadas (OECD, 2019).

Es por lo anterior que surge la necesidad de analizar de forma completa el valor que les ha generado el mercado colombiano a sus accionistas a lo largo de los años y compararlo con otras alternativas de inversión para sacar conclusiones sobre la verdadera oportunidad que representa la inversión en renta variable en el país.

La Bolsa de Valores de Colombia (BVC) y otras instituciones, tanto gubernamentales como académicas, han coincidido en la importancia de definir una nueva estrategia para mejorar las condiciones actuales del mercado y facilitar su desarrollo. Al profundizar en la manera como se ha generado el retorno total al accionista, se pueden sacar diferentes conclusiones al respecto, siendo una de ellas la tendencia que tiene este mercado de priorizar el reparto de dividendos frente a generar programas de recompra de acciones o reinvertir las ganancias en la misma compañía, algo que en Estados Unidos presenta un comportamiento contrario (Zeng y Luk, 2020).

Por consiguiente, en esta investigación se construirá el TSR de los últimos 12 años (2011-2022) del Icolcap mediante información proporcionada a la fecha por el mercado accionario colombiano BVC, Bloomberg y los emisores de valores de renta variable. Además de involucrar información académica, el trabajo de investigación se apoyará en información entregada por actores relevantes del mercado, como consultorías, comisionistas de bolsa y bancos. Se buscará recolectar información sobre mercados de otros países con el fin de comparar la forma en la que se retribuye al accionista en la BVC. Por último, se compararán otras alternativas de inversión a las que está

expuesto un inversionista en el país, para así evidenciar la manera como los riesgos vinculados a estas diferentes opciones están siendo retribuidos financieramente.

Se decide usar información del ETF iShares Icolcap para obtener resultados de inversión que correspondan al retorno del índice COLCAP, representando así un transparente acceso a la canasta de las empresas más líquidas del mercado colombiano. Este ETF es utilizado como núcleo de estrategia de acciones y como una herramienta para evaluar movimientos tácticos en el mercado.

3. Objetivos

3.1 Objetivo general

Analizar el retorno total al accionista de renta variable del mercado de valores de Colombia desde el 2011 hasta el 2022 con el ETF Icolcap, haciendo énfasis en el comportamiento que han tenido los pagos de dividendos y las recompras de acciones en el país frente a tendencias de otros mercados internacionales y otras alternativas de inversión locales.

3.2 Objetivos específicos

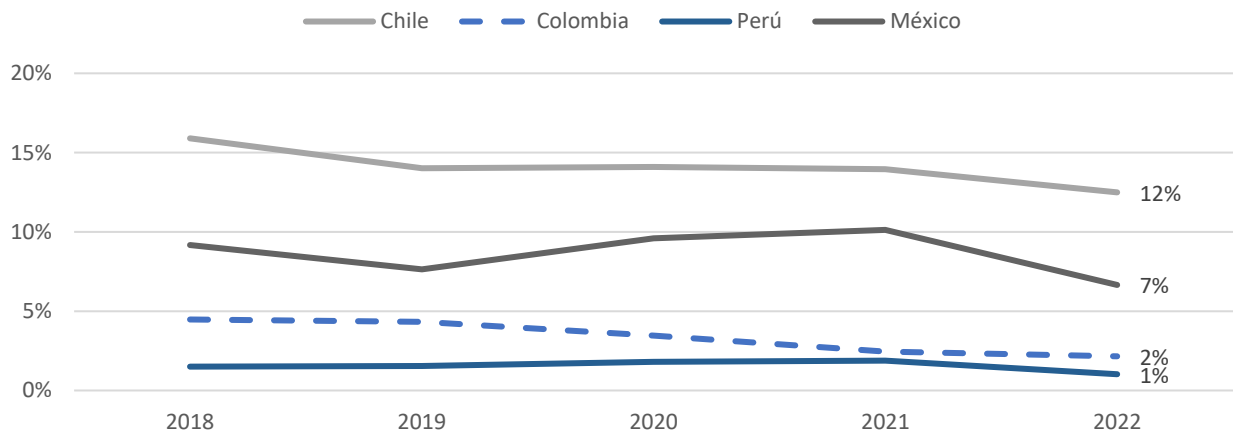
- Exponer las características del TSR como mecanismo para medir la creación de valor para los accionistas.
- Analizar el comportamiento que ha tenido el mercado colombiano con las recompras de acciones y el pago de dividendos como medidas de remuneración a los accionistas.
- Construir el TSR del Icolcap desde el 2011 hasta el 2022 y compararlo con los rendimientos de otras opciones de inversión del mercado colombiano en esos mismos años de análisis.
- Desarrollar un contraste del TSR encontrado para el Icolcap con el TSR de otros ETF representativos de diferentes mercados internacionales.

4. Marco teórico

En los últimos años, el mercado de valores de Colombia ha estado en la mira de numerosos estudios, análisis y diagnósticos para evaluar la manera de potencializarlo, volverlo más dinámico y conectarlo mucho mejor a las fuentes de capital del mundo para que pueda generar más valor que el que ha mostrado a lo largo de los últimos años.

Según un estudio de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD, 2019), el mercado accionario colombiano tiene los niveles de liquidez más bajos en comparación con otros países latinoamericanos.

Gráfica 1. Liquidez medida por el volumen anual negociado como porcentaje del PIB



Fuente: Elaboración propia con base en World Federation of Exchanges (2022) y Banco Mundial (2023).

Como se evidencia en la gráfica 1, la baja liquidez de la mayoría de los mercados latinoamericanos, que no pasa del 15 % del porcentaje del PIB, es un obstáculo para el correcto desarrollo del mercado, pero este fenómeno es mucho más pronunciado en Colombia.

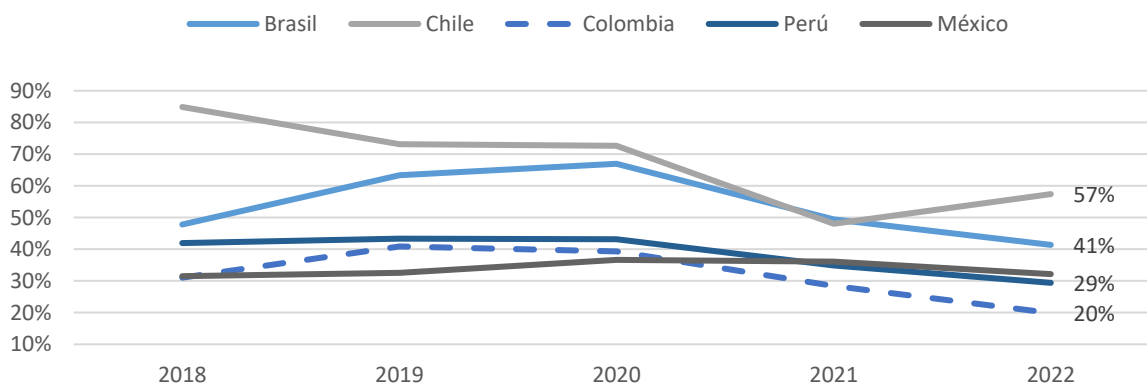
Mientras que en el 2022 los mercados de Chile y México alcanzaron un volumen promedio anual negociado como porcentaje del PIB de 12,5 % y 6,7 %, respectivamente, el mercado colombiano solo alcanzó 2,2 %.

En países con más altos niveles de desarrollo se pueden evidenciar niveles de liquidez mayores. Al cierre del 2022, Brasil alcanzó un volumen anual tranzado como porcentaje del PIB el 70,8 % y Estados Unidos alcanzó el 107,0 %.

Parte de las razones por la diferencia importante en los niveles de liquidez de la región, se debe a una mayor proporción de negociaciones que se realizan en el exterior por la cotización cruzada con ADR u otros instrumentos que drenan el volumen negociado (OECD, 2019).

El mercado local también presenta bajos niveles de capitalización bursátil. A finales del 2022, la capitalización bursátil representaba el 19,9 % del PIB; comparativamente, en Chile alcanzó el 57,4 % y en Brasil el 41,4 %, tal como lo muestra la gráfica 2.

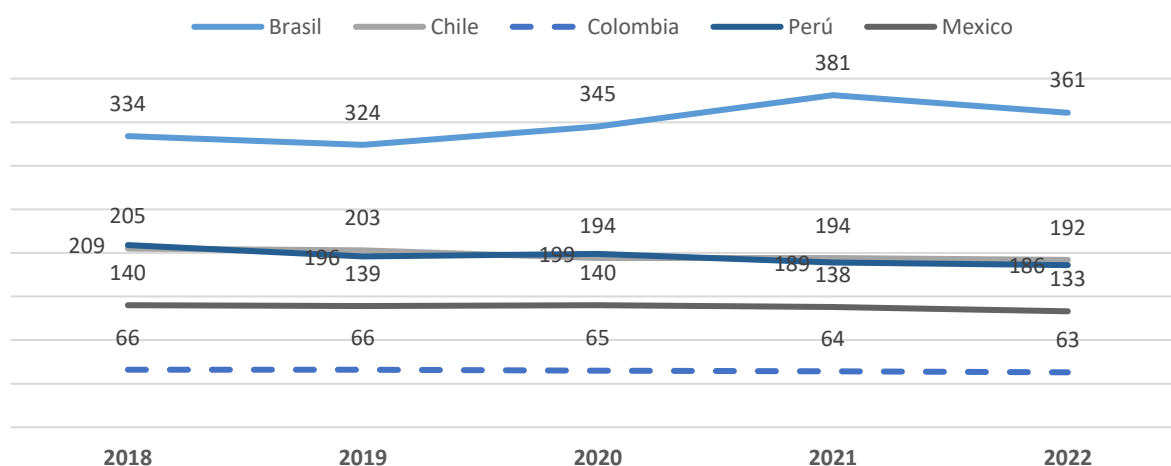
Gráfica 2. Capitalización bursátil como porcentaje del PIB



Fuente: Elaboración propia con base en World Federation of Exchanges (2022) y Banco Mundial (2023).

A lo anterior se le suma el hecho de que Colombia es el país con mayor nivel de concentración de mercado de la región, en donde las 10 empresas más negociadas representan más del 70 % del volumen y de la capitalización del mercado total. Esto está directamente vinculado con el número de emisiones que tiene el país, como se evidencia en la gráfica 3, el cual es muy bajo comparado con otros de América Latina, como Chile o México.

Gráfica 3. Número de compañías domésticas listadas



Fuente: Elaboración propia con base en World Federation of Exchanges (2022).

Es importante resaltar que los cambios que se han presentado en los niveles de capitalización bursátil como porcentaje del PIB se relacionan directamente con el comportamiento que han tenido los precios de las acciones durante el tiempo, más que con el cambio en el número de compañías listadas en cada una de las bolsas regionales, ya que este se ha mantenido relativamente estable.

La última emisión realizada en Colombia fue en el 2021, de Latam Logistic Properties, S. A., pero fue declarada desierta y no hubo lugar a adjudicación. La última efectiva fue la de la Empresa de Energía del Pacífico (EPSA) S. A. E. S. P. presentada por Celsia S. A. en el 2018.

Aunque las empresas reconocen los beneficios financieros y no financieros que el mercado otorga a las empresas listadas en una bolsa de valores, incluyendo provisiones de liquidez, facilidad para fusiones y adquisiciones, así como efectos reputacionales positivos por mayores requerimientos del gobierno corporativo, al mismo tiempo señalan que el mercado actual no se acomoda totalmente a las estructuras con las que las empresas se consolidan en el país, y que hay una latente resistencia a la dispersión de la propiedad accionaria de los grupos empresariales familiares que tienen una importante participación en la economía, al costo de adecuación al cumplimiento regulatorio que no refleja mucho la realidad del contexto empresarial colombiano, además de la incapacidad para formar precios adecuados respecto al valor de los activos, lo que genera distorsiones en las valoraciones (OECD, 2019).

El mercado de valores colombiano ha llegado a una especie de “estancamiento”, en el que las grandes empresas que actualmente cotizan en la bolsa comienzan a evaluar el costo vs. el beneficio que este les proporciona, y entregan un balance negativo principalmente impulsado por la incapacidad de reflejar el verdadero valor de las compañías, lo que imposibilita el levantamiento correcto de capital y abre la puerta a adquisiciones de participaciones relevantes a muy bajos niveles de precios. Por otro lado, las empresas que no cotizan en la bolsa muestran poco interés en considerar el mercado accionario como una opción porque el mercado de capital privado les entrega mejores múltiplos y beneficios.

En el 2019, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público de Colombia, con el apoyo del Banco Mundial y el Programa de Cooperación Económica y Desarrollo – SECO del Gobierno suizo, realizó la llamada Misión del Mercado de Capitales con el objetivo de “diagnosticar el estado actual del mercado, analizar elementos clave de su dinámica, y elaborar recomendaciones con el propósito de propender por su eficiente desarrollo” (Misión del Mercado de Capitales, 2019).

Gracias a esta Misión surgieron muchas conclusiones sobre la microestructura del mercado y varias iniciativas de trabajo complementarias al gran proyecto que ya se estaba gestando de integración de la BVC con la Bolsa de Comercio de Santiago (BCS) y la Bolsa de Valores de Lima (Grupo BVL) para realizar un *holding* regional que debía generar una visión más amplia para el desarrollo del mercado de capitales con una mayor relevancia de la región ante los ojos de inversionistas internacionales.

Por consiguiente, surge la necesidad de evaluar el valor que durante estos años el mercado accionario colombiano les ha entregado a sus inversionistas. Este importante grupo de interés que, según la teoría de la agencia, les delega la gestión y la toma de decisiones a los directivos o ejecutivos de la compañía para que representen y velen por sus intereses de la mejor manera posible, entregándoles a cambio una compensación.

La teoría de la agencia es explicada por Jensen y Meckling en su ampliamente citado artículo del *Journal of Financial Economics* de 1976, titulado “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure”. En el artículo se establecen los fundamentos y su aplicación en el análisis de la toma de decisiones en las empresas, y se destaca la importancia del gobierno corporativo en la evaluación de los conflictos de interés, los costos de agencia, la estructura de propiedad y control, y el rendimiento y la compensación de los directivos para alinear los intereses de la empresa y generar valor sostenido en el tiempo (Jensen y Meckling, 1976).

En los últimos tiempos los accionistas se han vuelto cada vez más sofisticados ejerciendo sus derechos a través del activismo y otros canales. La mayoría de las veces, una administración que pierde el apoyo de sus inversores también pierde el control de la agenda de la empresa, incluida la capacidad de perseguir otros objetivos no financieros, y es por eso que la evaluación de creación

de valor bajo los ojos del inversionista hace parte de la agenda principal de los directivos de las compañías (Hansell *et al.*, 2018).

Debido a lo anterior, la implementación de un gobierno corporativo efectivo es considerada fundamental para garantizar la confianza de los inversionistas y fomentar la inversión en el mercado bursátil. Esto no solo contribuye a fortalecer la imagen y la reputación de las empresas, sino que también facilita el acceso a capital necesario para el crecimiento y el desarrollo de sus operaciones. En ese sentido, el compromiso con la transparencia, la rendición de cuentas y la reducción de las asimetrías de información con la adopción de prácticas de divulgación sólidas se ha convertido en una parte esencial de la estrategia corporativa de las empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia. Este enfoque no solo se debe a la rigurosa supervisión que la Superintendencia Financiera de Colombia ejerce sobre los emisores, sino también al compromiso voluntario de las empresas de adoptar las mejores prácticas en cuanto a la divulgación de información y su relación con los inversionistas.

4.1 Medición del valor

Existen diferentes maneras de medir el valor que han obtenido los accionistas por su inversión a lo largo del tiempo. Es importante mencionar que el valor es un concepto multifacético y complejo, relativo a la percepción de cada inversionista, a su perfil de riesgo y a su monto de capital invertido.

Para algunos inversionistas puede ser positivo un nivel de rendimiento, mientras que para otros no, por lo que en este estudio se generarán juicios sobre resultados ponderados, evaluados bajo parámetros generales del mercado, y se tendrá en cuenta el valor tangible, que pueda ser medido cuantitativamente.

Los indicadores financieros más comúnmente utilizados para medir el desempeño financiero de una empresa son los *ratios* de rentabilidad:

- El ROA (*return on assets*) mide la rentabilidad generada por cada unidad de activo total. Indica la capacidad de la empresa para generar beneficios utilizando sus activos.
- El ROIC (return on invested capital) mide la rentabilidad generada por cada unidad de capital invertido, incluyendo tanto el capital propio como el capital de deuda. Es utilizado para evaluar la rentabilidad en relación con el costo total de capital de la empresa.
- El ROE (return on equity) mide la rentabilidad generada por cada unidad de inversión de los accionistas. Es útil para evaluar la eficiencia en la utilización del capital aportado por los accionistas.

Aunque el ROE podría ser una aproximación al valor total que han recibido los accionistas durante el periodo de análisis, es un indicador que tiene un enfoque más a corto plazo, que se basa en los resultados financieros de un período específico y puede estar influenciado por factores temporales, además de estar afectado por consideraciones contables. Esto puede llevar a una visión sesgada del desempeño de la empresa y no reflejar su capacidad de generar valor a largo plazo. Además, no considera el riesgo asociado con el rendimiento de la empresa. Una empresa puede tener un alto ROE, pero también puede estar asumiendo un riesgo significativo en sus operaciones. El ROE puede estar influenciado por decisiones contables y políticas de financiamiento. Por ejemplo, el uso de la recompra de acciones puede aumentar el ROE al reducir el capital propio. Esto puede no reflejar necesariamente un aumento real en el valor de la empresa.

Según BCG, los inversores valoran las acciones de una empresa en función de sus puntos de vista sobre el negocio subyacente y el atractivo de las oportunidades de reinversión disponibles. Debido a que tales expectativas tienen un precio en las acciones hoy en día, la tarea de creación de valor real que enfrentan los líderes de las empresas es la necesidad de hacer más y mejores inversiones

que las que ya anticiparon los inversionistas, o aumentar, más allá de las expectativas, las ganancias que se obtienen de las inversiones existentes. Lo que importa es superar las expectativas a medida que evolucionan las expectativas. El TSR es la única métrica que representa el resultado final del accionista. El TSR a mediano plazo, medido en un marco de tiempo de tres a cinco años, brinda la oportunidad de implementar las estrategias y de madurar las inversiones (Hansell *et al.*, 2018).

Es por lo anterior que el valor generado al accionista se medirá por medio del TSR, un indicador de desempeño financiero que refleja la cantidad total de ganancia que obtiene un accionista por su inversión. Este es expresado en porcentaje y tiene en cuenta las ganancias de capital o valorización de los recursos recibidos. Estos recursos pueden ser dividendos, que son distribuciones por acción de algunas de las ganancias de una empresa entre los accionistas, pagados en efectivo o en especie de forma única o periódica, así como programas de recompra de acciones, cuyo efecto se vería recogido en el precio.

El TSR es una métrica que tiene en cuenta factores críticos que impulsan el valor fundamental de las empresas, los cuales son el resultado de la actividad operativa por medio del crecimiento de los ingresos (a partir de la reinversión en el negocio), los cambios en el mercado de capitales y el manejo de flujos de efectivo, que se pueden reinvertir en más crecimiento o son utilizados para la reducción de la deuda, los dividendos y las recompras que pueden cambiar la estructura del capital (Pilch, 2021).

En ese sentido, la métrica también ha sufrido de varias críticas. Se sostiene que calcular TSR durante varios años requiere que se hagan suposiciones sobre lo que hacen los inversores con los dividendos que reciben. El TSR extiende la lógica de comprar y mantener el pago de dividendos, y asume que los accionistas lo reinvertirán en las acciones de la empresa (Fried, Ma y Wang, 2021).

4.2 Los dividendos y las recompras de acciones

Para la construcción del TSR se toman en consideración los dividendos, pero otros instrumentos del mercado de valores también se deben tener en cuenta para el análisis de los resultados, aunque no estén implícitamente incluidos en la fórmula de la medición de valor. Algunos de estos instrumentos son las recompras de acciones que, como los dividendos, transfieren la caja de las organizaciones a los inversionistas.

Las recompras son distribuciones de efectivo que utilizan las empresas para comprar sus propias acciones con el ánimo de lograr diferentes objetivos, entre los que se encuentran los siguientes:

1. Generar un impulso en el precio de negociación: Al reducirse el número de acciones en circulación, la utilidad por acción (UPA) de las acciones restantes se incrementará. Esto también puede llevar a un aumento del precio, debido a que los inversionistas pueden estar más dispuestos a pagar más por una acción con una UPA mayor.
2. Devolverles capital a los accionistas: Las recompras son una manera en que las compañías con exceso de liquidez les devuelven caja a sus accionistas. Esto sucede cuando la caja es mayor que la que necesitan para las operaciones recurrentes y las oportunidades de crecimiento que tienen.
3. Disminuir vulnerabilidad ante tomas hostiles: Al recomprar sus acciones, la compañía puede volverse menos atractiva para potenciales compradores masivos porque reduce el número de acciones en circulación.
4. Cambiar su estructura de capital: Al buscar cambiar la composición que tiene la compañía entre capital y deuda para modificar tasas de descuento.
5. Subvaloración de la acción: Al recomprar acciones, la compañía envía un mensaje de confianza al mercado y puede mejorar la formación de precios.

Las recompras de acciones transfieren valor entre los accionistas e impactan la dinámica actual del mercado.

Desde 1926, alrededor del 40 % del TSR del S&P 500 proviene del efectivo que se devuelve a través de dividendos, pero este es incluso más cuando se tienen en cuenta las recompras (Hansell *et al.*, 2018).

En Colombia, la readquisición de acciones se contempla en el Decreto 2555 del 2010, en el artículo 3.3.4.1. del Reglamento General de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC, 2023) y en el artículo 3.9.3.1. de la Circular Única de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC, 2023). Estas regulaciones han sufrido a lo largo de los años adiciones y cambios en su estructura con el objetivo de buscar acercarlas más a la realidad del dinamismo del mercado de valores del país y promover que más emisores accedan a este mecanismo financiero, pero hasta la fecha no se ha consolidado como una práctica muy común por sus ambiguos resultados (Contreras, 2018).

En cuanto al procedimiento, la BVC establece dos mecanismos:

- El mecanismo transaccional o de mercado abierto: Es el más común para la recompra de acciones, ya que genera dinamismo y continuidad. Se recompra en el momento en el que se considere más adecuado; con base en las condiciones de mercado y la situación financiera de la compañía, se puede tener una ventaja sobre las fluctuaciones en el precio de la acción, encontrando costos menores. Las transacciones son reveladas al público con el objetivo de aportarle transparencia a la información con los inversionistas, mejorando la confianza y entregándole soporte al precio de la acción.
- El mecanismo independiente o de oferta pública: Es una oferta pública a los inversionistas para que vendan sus acciones a la compañía, a un precio establecido. En este mecanismo el

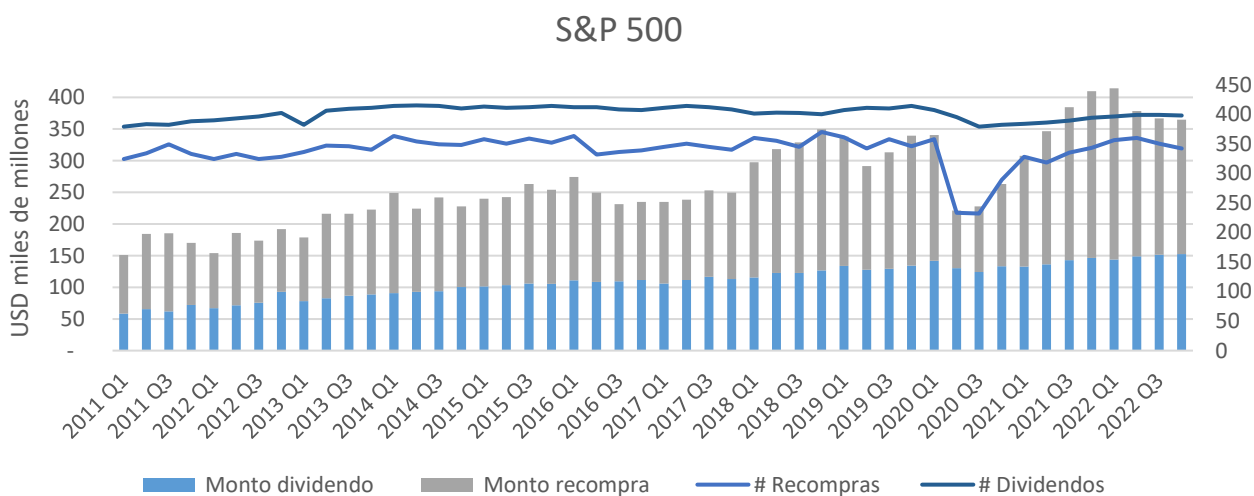
monto de acciones a recomprar es más inmediato porque permite un mayor porcentaje de acciones para readquirir. Se logra con este instrumento más control sobre el costo de la recompra al tener una negociación directa con los accionistas con el precio marcado en la oferta. Este precio se debe fijar por medio de un estudio técnico.

5. Metodología

El *TSR* como medida de desempeño financiero es presentado como porcentaje y tiene en cuenta las ganancias de capital y la remuneración al accionista (dividendos), que se presentó en el tiempo de análisis.

Como se indicó anteriormente, en las últimas décadas ha habido un notable cambio en la forma como las compañías del S&P 500 remuneran a sus accionistas. Los dividendos han sido la manera tradicional, pero las recompras han tomado cada vez más popularidad en los años recientes.

Gráfica 4. Recompras de acciones y dividendos en el S&P 500 durante los últimos 12 años



Fuente: Elaboración propia con base en Index / Portfolio Buyback & Dividend Analysis Bloomberg.

Como se evidencia en la gráfica 4, en Estados Unidos, en los 4 trimestres del 2022 se recompraron en total 927.000 millones de dólares en acciones listadas. Esto es el 3,6 % del PIB de ese año. La repartición de dividendos se ubicó en 597.000 millones de dólares, el 64 % de la cifra de recompras.

Evaluando el otro componente de la gráfica, se efectuaron 1.408 programas de recompras en el 2022, en comparación con 1.592 entregas de dividendos. Este componente presenta un nivel más

estable y predecible a lo largo del tiempo, de acuerdo con lo que se ha presentado anteriormente sobre las características de las políticas de reparto de dividendos.

Comparativamente, a continuación, se presenta este mismo análisis para el mercado colombiano (COLCAP), el peruano (BVL), el mexicano (MEXBOL), el chileno (IPSA) y el brasilero (IBOV).

Tabla 1. Monto de recompras anuales en miles de millones de USD

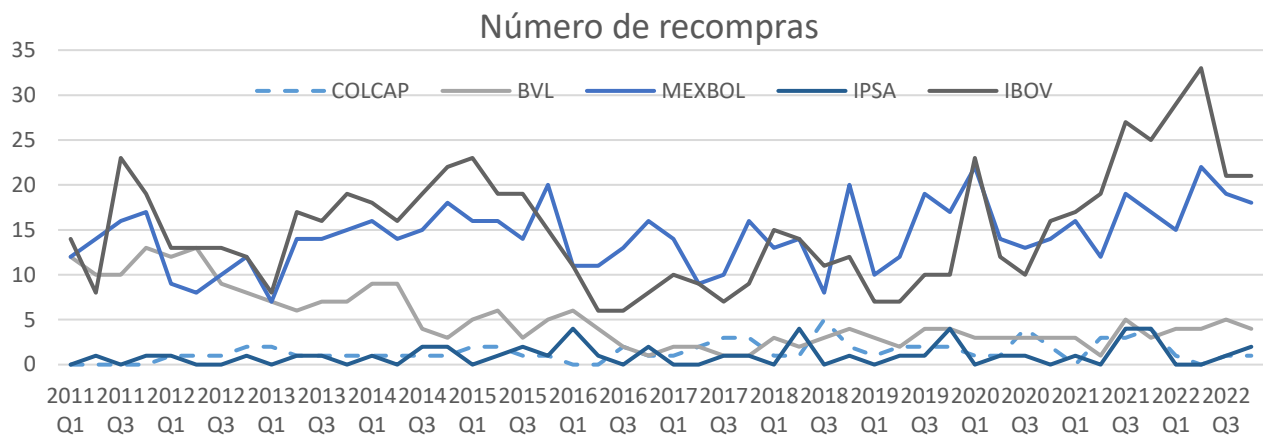
Año	COLCAP	BVL	MEXBOL	IPSA	IBOV
2011	0,00	0,45	5,49	0,04	5,50
2012	0,18	0,27	1,94	0,00	2,44
2013	0,04	0,19	6,70	0,00	1,86
2014	0,17	0,43	3,90	0,03	4,55
2015	0,15	0,10	3,93	0,01	3,82
2016	0,26	0,06	1,13	0,18	1,01
2017	0,94	0,10	1,08	0,03	1,62
2018	0,69	0,10	0,94	0,05	2,20
2019	0,52	0,09	0,81	0,09	0,62
2020	0,32	0,07	2,97	0,01	1,33
2021	0,21	0,17	3,66	0,07	7,86
2022	0,01	0,29	3,40	0,04	9,77

Fuente: Elaboración propia con base en Index / Portfolio Buyback & Dividend Analysis Bloomberg.

En la tabla 1 se evidencia la baja tendencia de los emisores de la región a realizar programas de recompras, siendo el mercado colombiano el que menos recompras efectuó en el 2022, con un monto total de 10 millones de dólares.

Los datos del monto de recompras anuales salen de una fuente externa. Es probable que los valores de Colombia en años anteriores a 2021 (momento en el que se reglamentó la readquisición a través del sistema transaccional), sean de operaciones especiales, y posiblemente de algunas de desliste, que no propiamente deben ser consideradas para el cálculo del TSR, pues no son recursos que fluyen de la compañía a sus accionistas como remuneración, si no que corresponden a compras de algún accionista mayoritario que tiene la intención de sacar la compañía del mercado.

Gráfica 5. Número de programas de recompras de acciones ejecutadas en los mercados regionales en los últimos 12 años



Fuente: Elaboración propia con base en Index / Portfolio Buyback & Dividend Analysis Bloomberg.

La hipótesis de lo poco que es utilizado el mecanismo de recompras de acciones en la región se demuestra en la gráfica 5, en la que Perú, Chile y Colombia tienen los mercados con menor actividad de recompras y al mismo tiempo son los que están en proceso de fusionarse como una sola bolsa de valores regional, con el ánimo de darle más dinamismo y visibilidad a sus operaciones.

Tabla 2. Monto de dividendos anuales en miles de millones de USD

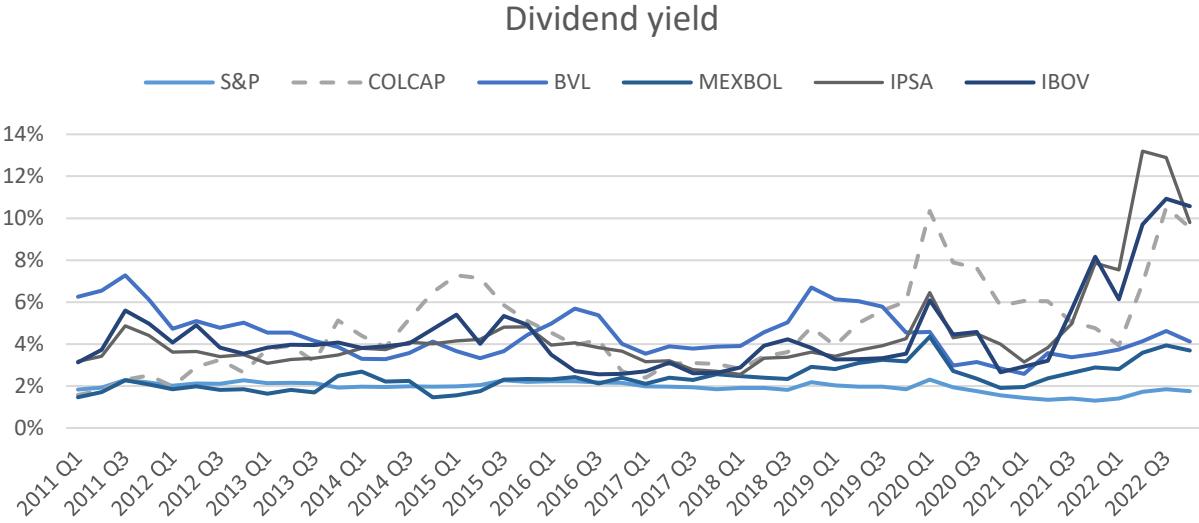
Año	COLCAP	BVL	MEXBOL	IPSA	IBOV
2011	4,29	4,00	7,16	8,67	48,85
2012	6,26	3,53	8,68	8,03	33,85
2013	9,75	3,26	11,06	6,65	32,76
2014	8,67	2,82	5,90	6,89	32,76
2015	3,88	3,11	8,12	6,82	19,68
2016	2,41	2,33	7,33	5,97	16,65
2017	3,35	2,99	9,14	6,24	20,68
2018	4,39	4,21	9,03	5,99	28,37
2019	7,24	3,26	10,83	5,62	33,59
2020	5,58	2,44	6,09	4,85	21,66
2021	3,91	3,11	10,75	8,14	53,88

2022	5,70	3,47	13,42	11,65	70,90
-------------	------	------	-------	-------	-------

Fuente: Elaboración propia con base en Index / Portfolio Buyback & Dividend Analysis Bloomberg.

De igual forma, se demuestra en la tabla 2 que lo que prima en estos mercados regionales es la repartición de dividendos. En el 2022, el IPSA de Chile entregó un monto de dividendos correspondientes al 3,87 % de su PIB; la IBOV de Brasil entregó un 3,69 %; el COLCAP de Colombia un 1,66 %; el BVL de Perú un 1,43 %; y el MEXBOL de México un 0,95 %. Dinámicas muy diferentes a las vistas en el comportamiento de los montos de las recompras.

Gráfica 6. Retorno de los dividendos de los mercados regionales en los últimos 12 años



Fuente: Elaboración propia con base en Index / Portfolio Buyback & Dividend Analysis Bloomberg.

La gráfica 6 evidencia que Colombia se ha caracterizado por ser uno de los mercados que remuneran de mejor manera a los accionistas por medio del dividendo; incluso en algunos años se muestran los altos picos de *dividend yield* (medida de rentabilidad de un dividendo sobre el capital invertido) que genera el mercado colombiano en comparación con los otros países de la región. Es importante tener en cuenta que estos resultados se ven impactados por los niveles de precios que se presentan en el mercado, y en Colombia ese es uno de los grandes retos que tiene la BVC. Se ha

percibido una creciente incapacidad para realizar una correcta formación de precios, la cual se evidencia en la tabla 3 con la evolución del indicador P/E (precio/utilidades) comparada con otros países de la región.

Tabla 3. P/E *ratio* del 2011 al 2022

Año	COLCAP	BVL	MEXBOL	IPSA	IBOV
2011	16,11	N/A	19,63	24,14	10,91
2012	18,29	N/A	21,20	25,03	23,63
2013	19,47	47,56	23,22	18,82	N/A
2014	16,96	56,73	23,90	20,65	16,01
2015	16,83	N/A	25,27	17,50	15,95
2016	16,65	37,56	17,16	20,77	17,63
2017	16,04	14,22	19,31	26,58	17,96
2018	13,07	16,73	16,71	18,36	17,28
2019	13,18	21,23	17,02	15,75	16,70
2020	20,16	56,99	25,92	21,44	30,82
2021	12,73	25,05	14,95	9,29	6,37
2022	5,19	17,20	13,14	4,89	5,95

Fuente: Bloomberg.

Algunos mercados no se han podido recuperar de las caídas del 2020-2021 producto de la pandemia, y afectan las valoraciones finales de los emisores que no logran estar en niveles adecuados de precios, aunque durante los últimos 10 años hayan duplicado su resultado financiero y, además, presenten prometedoras proyecciones de rendimientos futuros.

Tabla 4. Comparación del patrimonio de la controladora y del precio de cierre de la acción en el 2014 vs. el 2022 (expresada en millones de pesos colombianos)

	Patrimonio de la controladora			Precio de la acción		
	2014	2022	Variación	2014	2022	Variación
Ecopetrol	49.533	119.087	140 %	2.080	2.420	16 %
Grupo Sura	24.957	35.782	43 %	40.000	42.000	5 %
Bancolombia	16.871	39.088	132 %	27.640	42.500	54 %
Grupo Argos	20.387	32.029	57 %	20.500	9.490	-54 %
Nutresa	8.031	10.804	35 %	28.600	44.500	56 %

Cemargos	7.514	12.069	61 %	10.200	3.600	-65 %
ISA	10.446	29.550	183 %	162	87	-46 %
Corficolombiana	4.063	11.513	183 %	25.071	15.000	-40 %
Banco de Bogotá	11.139	15.765	42 %	61.464	37.000	-40 %
Celsia	3.486	6.697	92 %	5.805	2.780	-52 %
Davivienda	7.394	16.089	118 %	28.100	27.560	-2 %
ETB	2.817	2.204	-22 %	507	108	-79 %
Aval	25.164	16.466	-35 %	1.065	570	-46 %
BVC	109	578	430 %	10.500	6.985	-33 %
Terpel	1.338	3.008	125 %	17.600	8.030	-54 %
Promigas	2.280	5.695	150 %	5.400	4.560	-16 %
GEB	8.529	20.502	140 %	1.700	1.683	-1 %
Mineros	548	1.666	204 %	2.350	1.850	-21 %

Fuente: Elaboración propia con base en información pública de cada compañía.

Se puede evidenciar que en promedio las compañías han aumentado su patrimonio en un 115 % durante ese periodo 2014-2022, pero el precio de la acción ha bajado en promedio un 23 %.

6. Resultados del *total shareholder return* – TSR

Para medir el TSR para el Icolcap y los otros índices representativos de los mercados regionales, se desarrollaron los siguientes pasos:

- Período de medición: 12 años.
- Se determina el monto total de dividendos pagados durante el período de medición, incluyendo dividendos ordinarios y extraordinarios.
- Se calcula el porcentaje de TSR en función de la relación entre el monto remunerado al accionista y el valor de la acción al principio y al final, simulando una compra y una venta.
- La medición se realizará por medio de la función TIR no periódica; además, se calculará el cambio porcentual en el precio y se llevará a efectivo anual para luego encontrar el valor de la rentabilidad de los dividendos.

Se simuló una compra el 6 de julio del 2011, por ser el día en que el ETF Icolcap fue lanzado al mercado, y una venta el 29 de diciembre del 2022, y para calcular el retorno total al accionista se agregaron los dividendos efectivamente recibidos durante ese periodo. Con esta información ordenada se realizó el cálculo mediante la función TIR no periódica, la cual entrega los siguientes resultados:

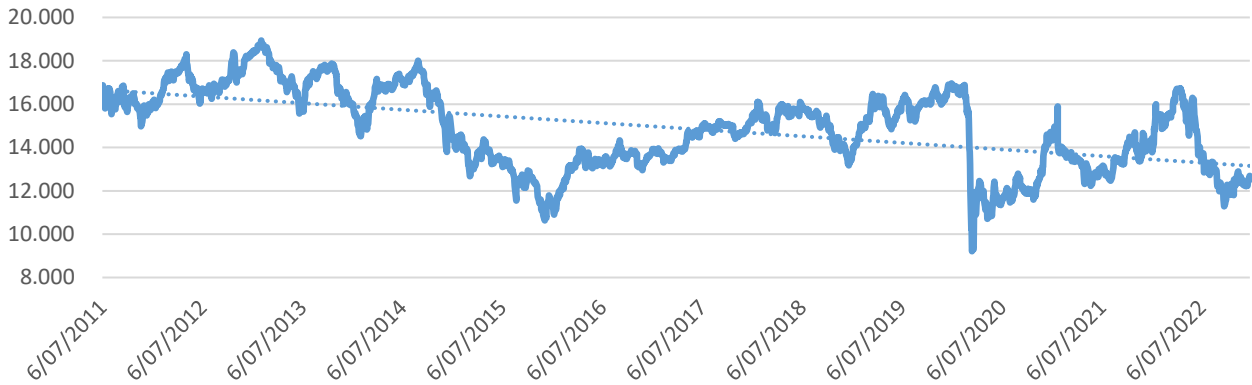
Tabla 5. Cálculo de TSR para Icolcap en pesos colombianos

Precio de compra	\$ 16,860
Precio de venta	\$ 12,520
Rentabilidad	0.633 % e.a.
Rentabilidad por dividendos	3.2 % e.a.
Rentabilidad por variación de precio	-2.5 % e.a.

Fuente: Elaboración propia con base en Bloomberg.

Es importante señalar que las rentabilidades se llevaron todas a efectivas anuales, y además se resalta que la rentabilidad originada por dividendos compensa la desvalorización de la inversión donde la caída del precio del Icolcap es evidente, como se muestra a continuación.

Gráfica 7. Comportamiento histórico del precio del Icolcap en pesos colombianos



Fuente: Elaboración propia con base en Bloomberg.

6.1 Comparación con otras alternativas de inversión

Se realiza el mismo ejercicio anterior con otras alternativas de inversión, con el objetivo de encontrar una tasa efectiva anual comparable. A continuación, se exponen los resultados:

Renta variable

El TSR para el mercado estadounidense fue representado por medio del ETF del S&P500 de Vanguard.

Tabla 6. Cálculo TSR VOO en dólares

Precio de compra	USD 122
Precio de venta	USD 352
Rentabilidad	11.85 % e.a.
Rentabilidad por dividendos	2.4 % e.a.
Rentabilidad por variación de precio	9.49 % e.a.

Fuente: Elaboración propia. Moneda original en la que se reporta el ETF.

Se resalta que a diferencia del ETF colombiano, el aporte de los dividendos al TSR es ampliamente inferior; sin embargo, la ganancia en precio entrega un cambio porcentual evidentemente más representativo.

Para la bolsa mexicana empleamos un ETF domiciliado en México que entrega los siguientes resultados.

Tabla 7. Cálculo TSR BMV en pesos mexicanos

Precio de compra	\$ 36.5
Precio de venta	\$ 49.5
Rentabilidad	4.7 % e.a.
Rentabilidad por dividendos	2.1 % e.a.
Rentabilidad por variación de precio	2.6 % e.a.

Fuente: Elaboración propia. Moneda original en la que se reporta el ETF.

Nuevamente se evidencia que la rentabilidad entregada por esta bolsa vía dividendos es representativamente inferior a la bolsa colombiana; sin embargo, tiene un componente de rendimiento superior vía precio mejorando su posición final contra el mercado local.

Renta fija

Para el cálculo de la renta fija se empleó la tasa de los CDT a 360 días entregada por el Banco de la República, buscando la tasa vigente para el inicio del cálculo y así sucesivamente hasta completar el plazo de la inversión comparable, dejando como resultado la siguiente tasa.

Tabla 8. Cálculo de la tasa de CDT a 360 días

Tasa CDT (2011-2023)	5.58 % e.a.
-----------------------------	-------------

Fuente: Elaboración propia con base en BanRep.

Alternativos

Entre las alternativas a las que está expuesto un inversionista está la posibilidad de invertir en dólares. Un inversionista pudo haber adquirido dólares con una tenencia de largo plazo que habría entregado como resultado de una devaluación a la siguiente tasa:

Tabla 9. Cálculo del rendimiento de inversión en dólares.

USD COP (2011-2023)	8.9 % e.a.
----------------------------	------------

Fuente: Elaboración propia con base en BanRep.

Con el fin de generar una comparación de TSR de ETF denominados en dólares, se realizaron los siguientes cálculos, que evidencian la alta rentabilidad de los dividendos para Colombia.

	Colombia	Estados Unidos	México	Perú	Chile	Brasil
Precio de compra	US84	USD122.5	USD627	USD 379.8	USD 750.9	USD 732.4
Precio de venta	USD 20.2	USD 352.3	USD 505	USD 287.2	USD 265.3	USD 281.6
Rentabilidad e.a.	-8.4 %	11.85 %	-1.7 %	-2.1 %	-8.4 %	-7.6 %
Rentabilidad por dividendos e.a.	3.2 %	2.35 %	0.14 %	0.2 %	0.1 %	0.24 %
Rentabilidad por variación de precio e.a.	-11.5 %	9.4 %	1.85 %	-2.4 %	-8.5 %	-7.8 %

7. Conclusiones y recomendaciones

- De acuerdo con los resultados del TSR para el Icolcap, se encuentra que el retorno al accionista es impactado principalmente por la formación de precios en el mercado que ha afectado la valorización final de los activos.
- La retribución al accionista por medio de dividendos ha tenido un comportamiento constante e incremental, fruto del crecimiento que han tenido las compañías durante estos años y los precios bajos que hacen que la rentabilidad sea más atractiva.
- En Colombia el reparto de dividendos es mayor que en otros países de la región.
- Es evidente la baja rentabilidad que ha tenido la renta variable en Colombia, sobrepasada a creces por otras alternativas de inversión de renta fija, lo que demuestra que el mercado de valores colombiano presenta unos riesgos altos que no se retribuyen en mayores rentabilidades.
- Los comportamientos de las acciones colombianas no han reflejado el desempeño que han tenido las compañías históricamente, y se han visto afectados por eventos exógenos de carácter macropolítico locales y eventos financieros globales.
- Al evaluar las compañías listadas en la BVC, se puede confirmar el alto nivel de subvaloración que presentan, contrastándolas con variables reales de crecimiento en estados financieros y valoraciones fundamentales. Esto puede verse como una oportunidad actual para inversionistas que quisieran entrar al mercado colombiano y que entienden los riesgos que este les presenta.

Los problemas para la formación de precios del mercado de valores colombiano, previamente mencionados, que castigan en una gran medida los retornos totales a los accionistas, se deben a una

variedad de obstáculos contrastados en los datos presentados y en ciertas características resumidas a continuación:

El mercado de valores colombiano ha sido golpeado por eventos reputacionales tales como los de Interbolsa en el 2012, los cuales han fragmentado la confianza del público en general en la dinámica del mercado y en las instituciones que lo conforman. Lo anterior, junto con la falta de formación financiera generalizada que se tiene en el país, ha alejado al público inversionista local de esta alternativa de inversión. Tesis que se refuerza con los datos presentados, que indican que la renta fija supera en rendimientos a la renta variable en el país.

El número de emisores del país ha disminuido progresivamente a lo largo de los años, lo que se debe a la falta de toda clase de incentivos para listarse o continuar listado en la bolsa, ya que se incurre en altos costos financieros, regulatorios y de cumplimiento, además de la insatisfacción de conseguir el capital en condiciones competitivas y el riesgo de tener un precio que no refleja el valor fundamental de las compañías.

Desde el punto de vista internacional, los inversionistas extranjeros se encuentran cada vez más alejados de la inversión local por no tener rendimientos atractivos. Los mercados emergentes entregan una alta incertidumbre política, regulatoria y tributaria. Aunque los precios sean atractivos, ante los problemas de liquidez que presenta el mercado colombiano, es difícil construir una posición propia en las compañías y es mucho más difícil salir de esta.

Adicionalmente, los fondos de pensiones locales tienen posiciones muy importantes en el mercado accionario colombiano, pero estas son inactivas, están limitadas a restricciones regulatorias sobre el monto máximo de participación en cada emisor de valores (10 %), y se miden por un sistema de

rentabilidad mínima requerida que genera problemas para la toma de decisiones estratégicas de inversión.

A lo anterior se le suma la poca pluralidad de inversionistas. Se han creado fuertes restricciones para el desarrollo de posiciones especulativas que son importantes para la dinámica del mercado de valores.

Las comisionistas de bolsa generaron por un tiempo protocolos y comisiones altas para cualquier movimiento, haciendo ver al mercado como fuera del alcance de muchos. La población en general no tiene clara la importancia del mercado de capitales como movilizador del desarrollo, del flujo de recursos en la economía ni de la facilidad de acceder al mercado.

Actualmente hay alternativas que buscan ampliar el acceso al mercado, facilitando el proceso y disminuyendo los costos, pero todavía no llegan a participaciones relevantes.

Se espera que en el futuro, con todos los diagnósticos e iniciativas que están desarrollándose al respecto, el panorama actual de la bolsa de valores de Colombia pueda verse más dinámico y conectado con el mundo, y representar una herramienta valiosa para todos.

Referencias

- Banco Mundial (2023). DataBank. World Development Indicators. *The World Bank*. <https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=2&series=NY.GDP.MKTP.CD&country>.
- BlackRock (2023). Invierte en Colombia, Invierte en Icolcap. *BlackRock*. <https://www.blackrock.com/co/estrategias/invierte-en-colombia#:~:text=ICOLCAP%20es%20el%20fondo%20de,sin%20recargo%20para%20montos%20menores>.
- Bolsa de Valores de Colombia (BVC) (2023a). *Reglamento general de la Bolsa de Valores de Colombia, S. A.* <https://media.graphassets.com/keRPNBAQreTbG3HnnhW>.
- Bolsa de Valores de Colombia (BVC) (2023b). *Circular única de la Bolsa de Valores de Colombia, S. A.* <https://media.graphassets.com/L4kt1bZ3Sgi0IoURObuh>.
- Contreras, J. P. (Mayo del 2018). *Modificación al régimen legal de la readquisición de acciones en el mercado de valores colombiano*. Bogotá: Universidad de los Andes.
- Desai, M., Egan, M., y Mayfield, S. (Marzo-abril del 2022). A better way to assess managerial performance. *Harvard Business Review*. <https://hbr.org/2022/03/a-better-way-to-assess-managerial-performance>.
- Fried, J., Ma, P., y Wang, C. (2021). Stock investors' returns are exaggerated. *Harvard Business School*. https://www.hbs.edu/ris/Publication%20Files/22-036_aed46dec-9f82-4915-bb1f-ed3b9b28ef4f.pdf.
- Hansell, G., Kotzen, J., Olsen, E., Roos, A., Wick, E., Newman, E., y Farag, H. (27 de noviembre del 2018). *BCG. Ten lessons from 20 years of value creation insights*. https://web-assets.bcg.com/img-src/BCG-Ten-Lessons-from-20-Years-of-Value-Creation-Insights-Nov-2018_tcm9-208175.pdf.
- Jensen, M., y Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X>.

Misión del Mercado de Capitales (26 de septiembre del 2019). *Unidad de proyección normativa y estudios de regulación financiera*.
https://www.urf.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWC_C_CLUSTER-119774%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased.

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD) (2019). *Equity market development in Latin America*. <https://www.oecd.org/corporate/ca/Latin-American-Equity-Markets-2019.pdf>.

Pilch, B. (2021). Market Value Added (MVA) and Total Shareholder Return (TSR) among IT and video game companies listed in Warsaw Stock Exchange. *The Małopolska School of Economics in Tarnów Research Papers Collection*, 61-74.
doi:10.25944/znmwse.2021.01.6174.

World Federation of Exchanges (2022). 2022 Annual Statistics Guide. *World Federation of Exchanges*. <https://www.world-exchanges.org/our-work/articles/2022-annual-statistics-guide>.

Zeng, L., y Luk, P. (10 de marzo del 2020). Examining Share Repurchasing and the S&P Buyback Indices. *S&P Dow Jones Indices*.
<https://www.spglobal.com/spdji/en/research/article/examining-share-repurchasing-and-the-sp-buyback-indices/>.