

MILA UN ENFOQUE DE EMPRENDIMIENTO ESTRATEGICO DE MEDIANO PLAZO PARA EL CRECIMIENTO DEL MERCADO ACCIONARIO COLOMBIANO

RESUMEN

En este artículo muestra la particularidad estratégica de emprendimiento utilizada por la Bolsa de Valores de Colombia con otros mercados de la región y del mundo, en Colombia muchas empresas acuden al mercado de capitales solo cuando los recursos que necesitan para adelantar sus proyectos exceden los límites de apalancamiento y sostenibilidad exigidos por los bancos, y cuando lo hacen, prefieren adquirir el capital con deuda corporativa en lugar de acciones, de allí se observa que en la última década los valores de renta variable especialmente el mercado de acciones a sostenido un crecimiento dinámico en Latinoamérica, donde particularmente se concluye que el principal problema para la plaza colombiana es la profundización del mercado, la cual está limitada en oferta de acciones y una creciente concentración accionaria, por último se sugiere que las comparaciones internacionales son claves a la hora de fijar el grado de desarrollo del mercado accionario local, permitiendo contextualizarlo a nivel regional y global.

ABSTRACT

This article shows the particular strategic entrepreneurship used by the Colombia Stock Exchange with other markets in the region and the world, in Colombia many companies come to the capital markets only when the resources they need to advance their projects beyond the limits of leverage and sustainability required by banks, and when they do, they prefer to acquire capital with corporate debt instead of stock, there is noted that in the last decade, especially equities in the stock market sustained dynamic growth in Latin America, particularly where it is concluded that the main problem is the square Colombian market deepening, which is limited in offering and a growing concentration shareholder finally suggested that international comparisons are key when setting the degree of development of the local stock market, allowing contextualize regional and global level.

Autores:

RAFAEL DAVID ESCALANTE CORTINA*

JURLY CASTRO LOPEZ**

JORGE DEL RIO CORTINA***

*Docente Investigador Universidad De Sanbuenaventura.

** Analista Junior Innovar Consulting SAS

*** Director del Programa de Finanzas y Negocios Internacionales, Universidad Tecnológica de Bolívar.

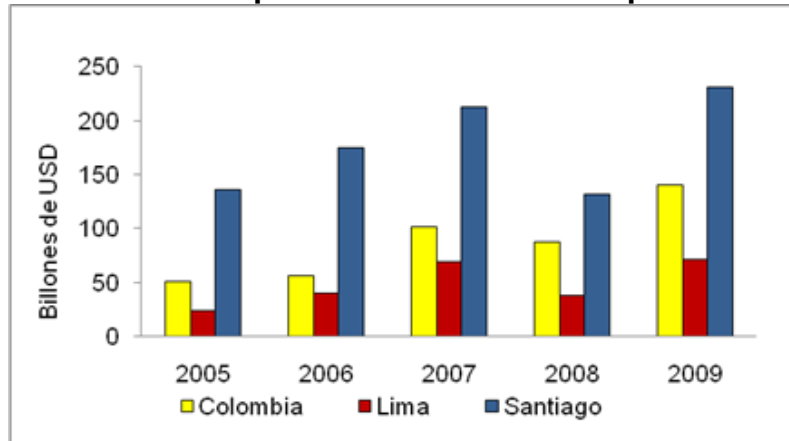
Palabras Claves: Capitalización Bursátil, MILA, Multifondos, democratización empresarial.

Introducción:

En septiembre de 2009 la Bolsa de Valores de Lima, la Bolsa de Valores de Colombia y la Bolsa de Comercio de Santiago suscribieron un acuerdo para la integración de sus respectivos mercados bursátiles. Se trata de un proceso a través del cual se realizan alianzas que permiten unir plataformas (sistemas) de negociación de valores para generar economías de escala, optimizando la infraestructura tecnológica de los mercados y así concentrar un mayor número de emisores, inversionistas e intermediarios. En últimas, lo que busca el acuerdo es la transformación de las tres plazas en un importante actor regional.

“Lo que nos lleva a esta integración son las economías de escala, porque si nos fijamos en la Bolsa de Valores de Colombia vemos que todavía es relativamente pequeña, y para llevarla más allá había que unirnos a otros países”, explicó el presidente de la BVC, Juan Pablo Córdoba.

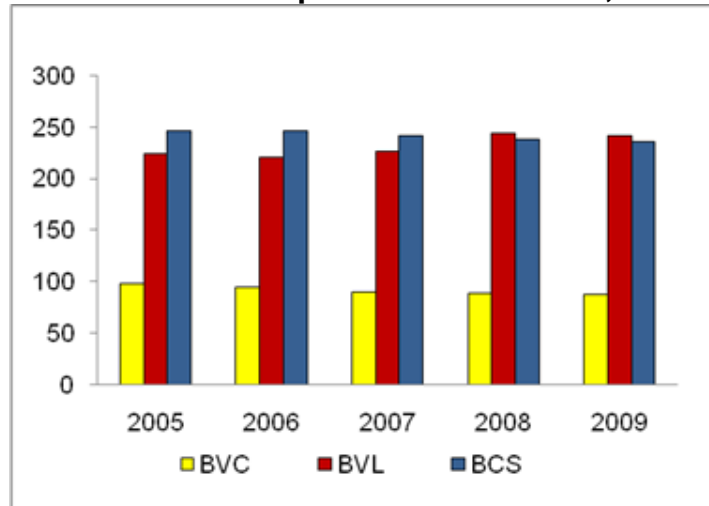
Grafico 1 Capitalización bursátil comparativa



Fuente: FIAB y BVC

La iniciativa conjunta obedece a una tendencia observada en los mercados de valores más desarrollados, donde se han dado alianzas de cooperación mutua y/o fusión de sus operaciones con el objetivo de potenciar las capacidades de crecimiento de cada mercado. Algunos ejemplos de éxito en Europa son Norex Alliance, conformado por OMX Nordic Exchanges y la bolsa de Oslo. Otro es el de NYSE Euronext, que integra las bolsas de Ámsterdam, Bruselas y París.

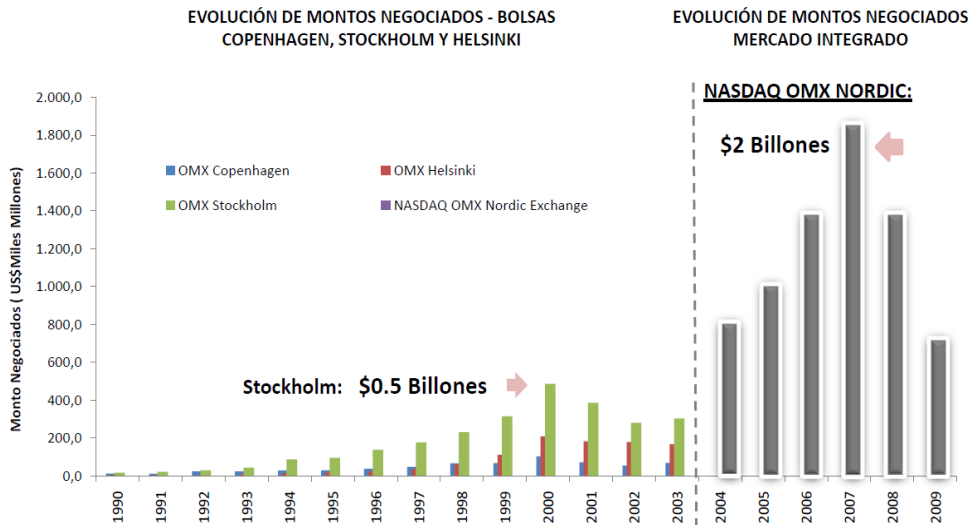
Grafico 2 Número de empresas listadas BVC, BVCL y BCS



Fuente: FIAB

En el caso de OMX Nordic Exchanges, que agrupa las bolsas de seis países nórdicos desde 2004 (Copenhague, Helsinki, Estocolmo, Islandia, Noruega, Tallin, Riga y Vilna), los volúmenes del mercado se cuadruplicaron en cuatro años, lo que incrementó la visibilidad y el atractivo de las empresas de esos países ante los ojos de los inversionistas globales.

Grafico 3. Desempeño de OMX Nordic Exchanges



Fuente: BVC, presentación “Integración del Mercado de Renta Variable” Junio 2010.

Cuando se habla de la consolidación de un gran eje económico en América Latina entre Colombia, Perú y Chile, capaz de hacer contrapeso a la influencia de Brasil en la región, se piensa en que podría pasar algo similar.

Al respecto, Roberto Hoyle, Presidente de la Bolsa de Valores Lima señala que “la Integración de las bolsas a nivel Latinoamericano es un paso importante para

incrementar tanto el atractivo de las inversiones en la región como también la competitividad de las empresas, dado que se esperaría que el mayor flujo de capitales conlleve a una mayor competitividad”.¹

Demirgüç-Kunt, Asli y Levine, Ross. (1995) trata de un proceso que posibilitará una mayor dinámica en la transferencia y movimiento de capitales, para el caso Latinoamericano los tres mercados bursátiles, se aprovechan las ventajas de la sinergia con una distribución creciente y una rentabilidad mejorada de economías a escala, además de la cooperación activa para atraer y conservar a inversionistas y emisores, favoreciendo así el desarrollo económico de Perú, Colombia y Chile.

Así, se hará posible la compra de acciones entre Chile, Colombia y Perú sin necesidad de actuar a través de un intermediario internacional, como sucede actualmente; el modelo de mercado permitirá a los corredores chilenos ofrecer a sus clientes mayor facilidad de acceso a las acciones colombianas y peruanas además de los títulos locales. De forma similar los intermediarios de Colombia y Perú bajo el mismo mecanismo podrán ofrecer a sus clientes acciones de los otros países”. Para este estudio se desarrollan tres objetivos el primero consiste en tratar las características de la estrategia del MILA, la segunda consiste en tratar la estrategia de los Multifondos como alternativa de inversión de los ahorros del sistema pensionales de los Colombianos, y por ultimo encontramos a la educación financiera estrategia personalizada con posibilidades de crecimiento en mediano y largo plazo para los mercados integrados.

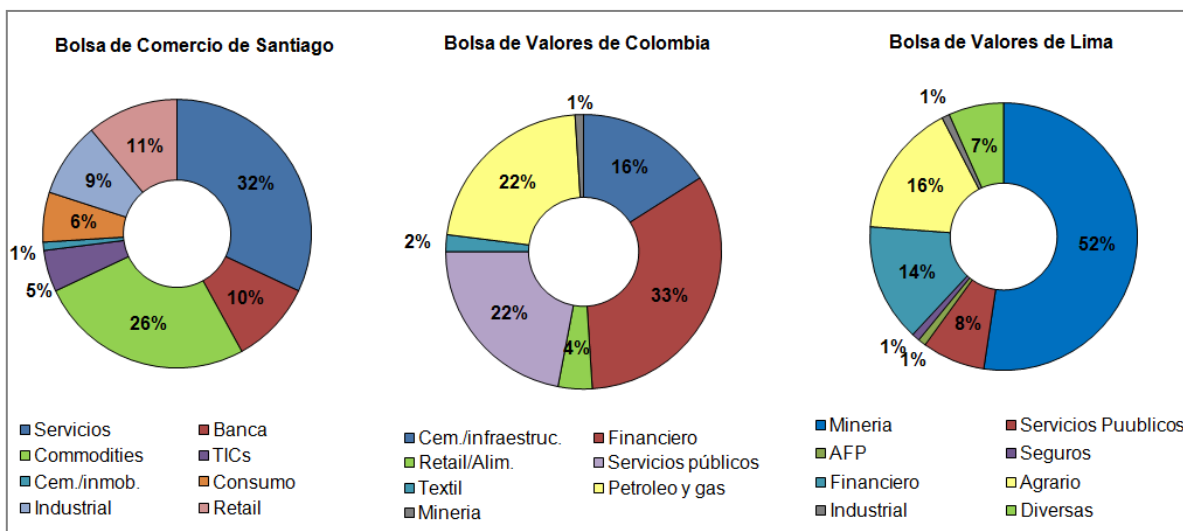
1. Caracterización de la estrategia emprendedora del MILA

El objetivo es aumentar la liquidez en los tres mercados y la oferta de alternativas de inversión a los participantes. De esta forma los inversionistas podrán constituir portafolios con mayor diversificación geográfica y sectorial, al ser los mercados complementarios, así como también tendrán acceso a más información para comparar el desempeño de sus acciones preferidas con otras de los mismos sectores. Entre tanto, los emisores podrán acceder a mayores fuentes de financiación, y los comisionistas e intermediarios podrán generar nuevos productos para ampliar las fronteras de sus negocios.

La complementariedad entre las bolsas no sólo se daría por medio de la liquidez y del número de acciones, sino también por el sector que predominan en cada mercado, lo anterior aumentaría el atractivo para los inversionistas internacionales. (Entonces), mientras que en Perú predomina la industria minera, en Colombia predominan el sector financiero e industrial, y en Chile el comercial, energético y de servicios.

Grafico 4. Capitalización bursátil por sectores BVC, BVL y BCS

¹ Comunicado de Prensa BVC. 8 de Septiembre de 2010.



Fuente: elaboración del autor con base en datos de BVC, BCS, BVC, cifras a Dic. 2008

Adicionalmente, se espera un incremento en el volumen de negocios entre Chile, Colombia y Perú, así como la participación de otros actores clave en el mercado de renta variable, como son los inversionistas extranjeros y los inversionistas institucionales.

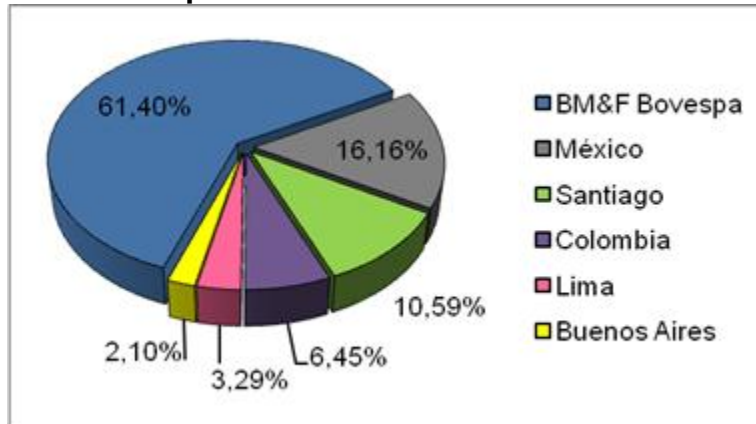
Se espera también que el de integración se efectúe en dos fases. La primera se pondrá en marcha en noviembre de 2010 se aplicara un enrutamiento intermediado. A partir de entonces, todos los operadores tendrán acceso a la información de los tres mercados y hacer operaciones de compra y venta de acciones de los tres países, pero solo de contado (ni repos ni transferencias temporales de valores) y con la condición de que la corredora local respalde las operaciones que hagan las extranjeras.

La segunda fase, que se espera implementar a fines del 2011, aborda el acceso directo de los intermediarios y la estandarización de reglas de negociación, así como una armonización regulatoria, normativa y tributaria entre los mercados de valores de los tres países.

El acuerdo de integración no contempla una fusión total de las tres bolsas en una sola plaza en su primera fase. Cada plataforma bursátil se mantendría independiente y administraría su plataforma tecnológica bajo el seguimiento del ente de control de su país de origen, lo que no generaría ningún tipo de conflicto en el control del mercado accionario de cada país.

En últimas, la primera fase es una especie de “opción de compra” ante un escenario futuro en la segunda fase, que puede ser altamente promisorio, pero que también exigirá un gran esfuerzo por parte de los reguladores y legisladores de los tres países. Esta etapa servirá para probar las aguas y ver si existen suficientes operadores capaces de aprovechar la oportunidad y generar un volumen de transacciones significativo.

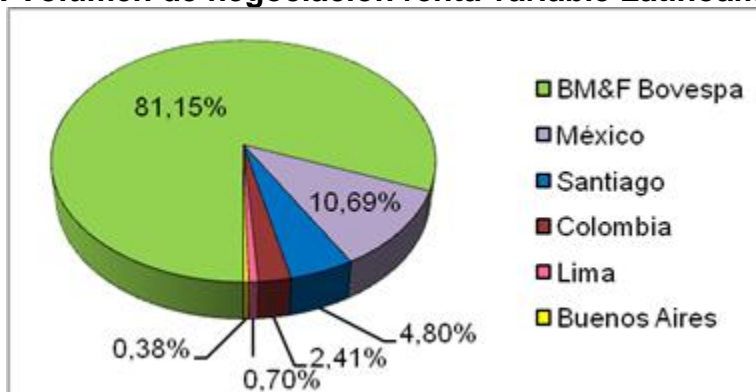
Grafico 5. Capitalización bursátil Latinoamérica 2009



Fuente: WFE

Se esperaba que una vez finalice el proceso de integración, el mercado unificado de los tres países sume una capitalización bursátil de 470.000 millones de dólares, lo anterior convierte a esta integración en la segunda plaza más grande de la región, concentrando poco más del 20% de la capitalización bursátil de las bolsas latinoamericanas. Actualmente el primer lugar lo ocupa Brasil con el 61,4% del valor de las empresas inscritas en la región, ya que en el 2009 sumó 2.178 millones de dólares, seguido de México.

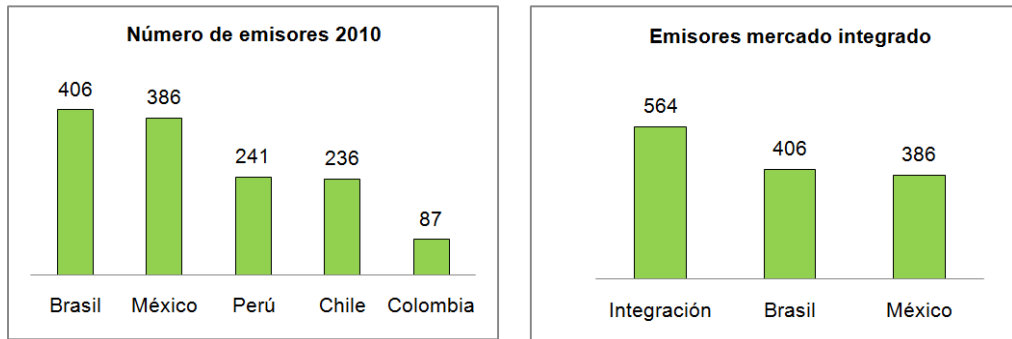
Grafico 6. Volumen de negociación renta variable Latinoamérica 2009



Fuente: WFE

Igualmente, el nuevo mercado unificado contaría con más de 560 emisores pertenecientes a más de una docena de sectores, alrededor de 94 firmas comisionistas, y de acuerdo con el promedio transado de cada bolsa, se podría llegar a registrar un monto diario negociado de 264 millones de dólares.

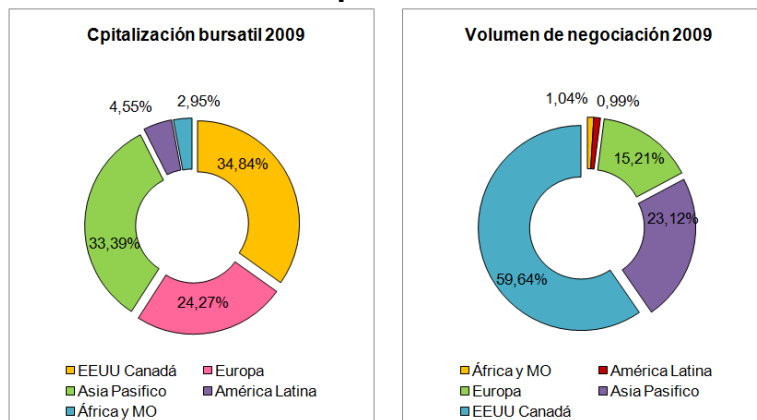
Grafico 7



Fuente: WFE

Cabe anotar sin embargo, que la participación de América Latina hoy en el mercado de renta variable mundial sigue siendo poco significativa, a nuestros mercados les falta esa masa crítica para ser una alternativa real en los mercados de capitales internacionales. Según cifras de la World Federation of Exchanges (WFE), la capitalización bursátil de las plazas del mundo sumó 47,88 billones de dólares en 2009, y de dicha cifra, nuestra región solo participa con un 4,55%. La integración podría crear esa masa crítica que tanto necesitamos.

Grafico 8. Indicadores de desempeño de mercados a nivel mundial 2009



Fuente: WFE

Como afirma Jorge Ramos, presidente de ING Colombia y ex presidente de ING Chile, "Los tres mercados son pequeños. Solos son difíciles de vender, pero empaquetados podrían ser muy exitosos, pues se le está vendiendo al inversionista internacional el bloque de mayor desarrollo de América Latina". Hablamos así de un mercado ampliado, que tiene un potencial extraordinario.

La coyuntura en el 2010 es apropiada para colocar en marcha este plan, pues la Bolsa de Comercio de Santiago (BCS), la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) y la Bolsa de Valores de Lima (BVL) fueron entre las más rentables del mundo en el

año 2009, y hasta mediados del año 2010 presentaron valorizaciones de 31,4%, 27,9% y 9,8%, respectivamente.

En el caso de Colombia, la integración aceleró la convergencia del marco normativo y las prácticas del mercado accionario con los estándares internacionales, ampliando fronteras e insertándolo en el escenario global, contribuyendo sustancialmente al desarrollo de nuestro mercado de valores.

Para los intermediarios, un mercado ampliado implica la posibilidad de desarrollar nuevos productos, con mayor variedad, para adaptarse a las preferencias de riesgo de los inversionistas. Además, los obligaría a reforzar su capacidad de análisis y asesoría, pues tendrán que cubrir más mercados y acciones.

En este sentido, la integración aparece como una alternativa de estrategia competitiva a la bolsa de Brasil y como una oportunidad de única para que Colombia, Chile y Perú avancen en el proceso de consolidación regional, teniendo en cuenta las similitudes de las tres naciones en su orientación económica.

2. MULTIFONDOS

Una de las principales restricciones que enfrentan hoy las AFPs proviene del requerimiento de una rentabilidad mínima, que obliga a estas entidades a manejar un único portafolio para todos los afiliados, lo que ha generado comportamientos poco eficientes en el manejo de estos recursos (comportamientos de manada) que no siempre están en línea con los intereses de los afiliados.

De esta forma, el riesgo es asumido en igual proporción por quien inicia su vida laboral y empieza a constituir un ahorro de largo plazo, y por quienes se encuentran próximos a pensionarse o son pensionados, y requieren de un capital que garantice su subsistencia en el corto plazo. (Ortíz y Lopez, 2009)

En años recientes, las caídas de los mercados han generado grandes pérdidas por valoración en los portafolios, disminuyendo el capital de quienes están cerca a pensionarse y las mesadas de los pensionados. Esto ha motivado la búsqueda de soluciones de fondo que permitan una asignación más eficiente de los recursos administrados por las AFPs, en aras de la protección del capital de quien lo requiera o de una mayor rentabilidad para quienes estén dispuestos a administrar y asumir riesgos a largo plazo.

A partir de la Reforma Financiera (Ley 1328 del 15 de julio de 2009) se introduce el esquema de Multifondos, cuyo objetivo es entregar alternativas de inversión que permitan optimizar los ahorros en el sistema pensional, acorde con el perfil y las necesidades personales de cada afiliado.

El modelo propuesto por el Gobierno Nacional busca, por un lado, que los afiliados tengan más libertad de elegir en qué ahorrar, y por otro, que las AFPs ofrezcan el

mejor retorno posible al final del período de acumulación de aportes, aumentando la posibilidad de obtención de una pensión digna.

Con su puesta en marcha, Colombia sería el cuarto país latinoamericano en implementar la figura de los Multifondos, después de Chile, Perú y México, donde su aplicación ha sido ha demostrado ser exitosa. En Perú por ejemplo, luego de la adopción del modelo en 2004, el mercado se valorizó 400% en los tres años siguientes.

Los Multifondos son sistemas que permiten a AFP ofrecer más de un portafolio a sus afiliados, dándoles la facultad para seleccionar el portafolio de inversión óptimo, que sea compatible con sus preferencias de riesgo y rentabilidad.

El modelo se sustenta en la teoría de portafolios tradicional, que permite establecer el enlace entre rendimiento y riesgo; y en la teoría de selección de carteras desarrollado por Harry Markowitz, que busca las carteras eficientes, es decir, aquellas que proporcionan mayor rendimiento para un riesgo dado, al mismo tiempo que soportan el mínimo riesgo para un rendimiento conocido.

La teoría financiera muestra que la cartera óptima depende tanto de las condiciones del mercado como de las características de las personas (grado de aversión al riesgo, la edad, los niveles de riqueza, la volatilidad de los ingresos, el horizonte de las inversiones, entre otros aspectos). El esquema de los Multifondos permite una gestión de cartera más eficiente con respecto a los a los distintos perfiles de riesgo de cada persona y su ciclo de vida; fue diseñado para que el riesgo de la cartera de activos financieros en la que se invierte esté asociado al horizonte de inversión, lo que permite elevar el valor esperado de la pensión.

En Colombia la reforma financiera plantea un esquema similar al de Perú, con tres tipos de fondos: Agresivo, moderado y conservador. Se diferencian por los niveles de riesgo; la norma propone acotar el riesgo asumido por cada fondo a través de límites de inversión máximo para las inversiones en renta variable, moneda extranjera, e inversiones alternativas como los Exchange-Traded Funds (ETF), los

Los límites en función de la participación máxima en la alternativa de inversión que puede tener cada portafolio como porcentaje de su valor total se resumen a continuación.

Tabla 1. Tipos de Fondos

Fondo Conservador	Busca un crecimiento estable con baja volatilidad
Fondo Moderado	Busca un crecimiento moderado con volatilidad media
Fondo Agresivo	Buscan un alto nivel de crecimiento con alta volatilidad

Fuente: Correval S.A

Tabla 2. Límites por alternativa de inversión

Alternativa de inversión	Portafolio		
	Conservador	Moderado	Agresivo
Renta variable	20%	40%	70%
Moneda Extranjera	30%	40%	50%
Inversiones alternativas	5%	40%	15%
Deuda Pública	70%	50%	50%
Activos en el exterior	40%	60%	70%

Fuente: Correval y Valores Bancolombia

Además, los recursos se podrán destinar hasta un máximo de dos fondos, la permanencia mínima en un fondo será de seis meses y el traslado entre fondos se ejecutara dos meses después de dada la orden. Esto con el objetivo de promover una visión de más largo plazo de los afiliados para evitar que se decisiones relacionadas con eventos coyunturales del mercado.

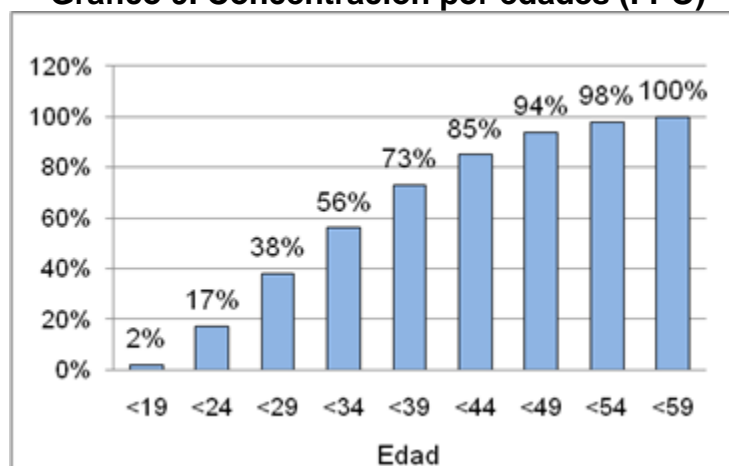
Tabla 3. Relación Edad – Tipo de Fondo

	AGRESIVO	MODERADO	CONSERVADOR
Edad	Menor de 35	35 – 54	Mayor de 55
Participación en el total de afiliados	56%	42%	2%

Fuente: Asofondos

Cabe anotar que la ley contempla también un riesgo diferente de acuerdo a la edad de cada afiliado, asumiendo mayor riesgo para los más jóvenes y menor para los que están cercanos a ser pensionados.

Grafico 9. Concentración por edades (FPO)



Fuente: Asofondos (Echavarría)

Así, cuando falten cinco años para la edad mínima requerida para pensionarse, los afiliados deberán empezar a converger hacia el fondo conservador, para disminuir riesgos innecesarios en los años previos al retiro y evitar pérdidas potenciales en el capital acumulado.

Tabla 4. Restricciones de Fondo Conservador

Años para cumplir la edad mínima	%Saldo mínimo de la cuenta individual en Fondo Conservador
5	20%
4	40%
3	60%
2	80%
1 ó menos	100%

Fuente: Correval S.A

La adopción del esquema de multifondos es un gran paso para las AFP y para el mercado de capitales colombiano, que podría ser un catalizador para el mercado accionario, tal como sucedió en Chile México y Perú. A futuro podría impulsar la demanda por renta variable y permitiría acumular mayores rendimientos a los aportes pensionales. Además, la mayor diversificación de las inversiones generaría un aumento en la eficiencia de la asignación de los recursos financieros en la economía.

Ortíz y López, 2009 destacan otros beneficios del esquema de Multifondos:

- Mayor información: los afiliados estarían más incentivados a informarse acerca del desempeño de sus fondos de pensiones, lo que obligaría a las AFP a ofrecer mayores niveles de información y transparencia en el manejo de los recursos.
- Mayor participación: los afiliados serían más partícipes en la administración de su ahorro pensional, lo que los motivaría a destinar más tiempo y preocupación a otras dimensiones de su planificación financiera.
- Segmentación de clientes: las AFP podrían especializarse, segmentar su mercado, y atenderlo con instrumentos (fondos) más acordes con las necesidades de cada segmento.

3. LA EDUCACIÓN FINANCIERA

En los últimos años el mercado de valores en Colombia ha crecido tanto en el número de empresas listadas en bolsa, como en la cantidad de inversionistas; en parte, gracias a la democratización de como Ecopetrol, Isagen, el Grupo Aval, Helm Bank, entre otros, que hicieron que el número de inversionistas naturales pasara de 70.000 en 2006 a 600.000 a finales de 2007.

La bolsa ha manifestado que el desarrollo del mercado y la generación de oportunidades para los inversionistas, depende del número de personas que compran y venden títulos a través de la plaza. Consecuentemente, diversos agentes del mercado accionario, buscando atraer más inversionistas, han dirigido su atención a la educación financiera de los usuarios del sistema financiero.

Escalante C., Rafael D., Del Rio C., Jorge y Mejía, Germán (2012) manifiestan que para poder invertir en bolsa se requiere de cierto grado de conocimiento del mercado de valores y del funcionamiento de la economía, la realidad es que en Colombia existe un alto nivel de desconocimiento de los instrumentos financieros, opciones de inversión y de financiación, lo que preocupa a todos los agentes. Según datos de la BVC, el 87% de los más de 5.000.000 inversionistas que compraron la acción en 2007, desconocían el funcionamiento del mercado. El problema radica en que este desconocimiento puede provocar malas o apresuradas decisiones por parte del inversionista, que pueden hacer que pierda dinero y se retire del mercado.

Para ello, es necesario cerrar la brecha de información que rodea a la inversión bursátil, eliminando el concepto errado de que el mercado es exclusivo de las élites empresariales y que para invertir en títulos valores hay que tener un enorme capital, esta situación ha llevado que los agentes a desarrollar programas para capacitar a la población en materia bursátil. La BVC por ejemplo, emprendió en 2008 un proceso de educación para que los potenciales inversionistas entiendan el funcionamiento del mercado y haga la inversión consciente de los riesgos, canales, costos y procedimientos.

Por su parte, varias universidades del país ahora brindan cursos, así como sociedades comisionistas y grandes emisores como Bancolombia y Ecopetrol, que han desarrollado programas para capacitar a sus accionistas. Se trata de cursos cuyo propósito es acercar a las personas al mundo del mercado de valores, enseñándoles el funcionamiento de las inversiones y los pasos a seguir para entrar a negociar títulos valores, desde lo que es una acción y cómo se negocia hasta cómo estructurar y administrar un portafolio. La idea es formar a los inversionistas en temas técnicos para que puedan tomar decisiones con base en instrumentos de análisis de indicadores económicos y financieros, y así formar una disciplina de negociación alejada de la intuición, donde el inversionista sea consciente de los riesgos, canales, costos y procedimientos, sobretodos a la hora de hacer transacciones a través de internet.

Otro de los canales que emplea la BVC para lograr su objetivo es la apertura de nuevos centros de atención en las principales ciudades del país, mejor conocidos como Puntos BVC, donde se ofrecen, además de los cursos descritos anteriormente, charlas educativas, contacto con las sociedades comisionistas y acceso en tiempo real a los últimos precios de las acciones. En 2008, la BVC capacitó 390 personas, mientras que en 2009 fueron 1.413, y durante el primer semestre de 2010 sumaron 1.281. Actualmente hay unos 800.000 de personas naturales participando en la BVC, y hay una agenda definida con la que se pretende llegar a los 1,5 de inversionistas en 2015.

Cabe anotar que uno de los objetivos fundamentales de la Reforma Financiera es fomentar la educación de los consumidores de servicios financieros en Colombia respecto de los productos y servicios, instituciones autorizadas para prestarlos, así como los diferentes mecanismos establecidos para la defensa de sus derechos.

CONCLUSIONES

En el presente estudio se encuentra que el mercado accionario en Colombia ha crecido a lo largo de estos nueve años en términos de tamaño y liquidez, mostrando el crecimiento más dinámico de América Latina, a medida que ha sufrido una serie de transformaciones.

Escalante, Foeng , Mejia (2011) Entre los factores que explican este avance hallamos: la creciente demanda por títulos locales, incentivada por la entrada de capitales extranjeros; una mayor participación de las AFP en la compra de acciones, superando los límites establecidos por la ley; la democratización de importantes empresas del país que han contribuido a la masificación del mercado en años recientes con una alta participación de las personas naturales en las emisiones primarias de dichas empresas, particularmente en 2007; el proceso de desmutualización que ha experimentado la BVC a lo largo de la década con la modernización de los recursos tecnológicos.

Por otra parte, se encontró una alta concentración accionaria, donde solo un puñado de empresas representa más de la mitad de la actividad del mercado. No obstante, esta situación no es exclusiva de Colombia, sino que es una característica presente en las bolsas latinoamericanas.

Siendo esta la situación, se recomienda enfocar las estrategias de dinamización del mercado hacia la oferta de títulos. Es necesario brindar a los inversionistas mayor liquidez, mayor diversificación y reducir los costos de transacción, estimulando la inversión en proyectos de largo plazo. Esto implica una mayor pro actividad de la BVC y la administración central colombiana para potenciar la emisión de acciones, aumentar el número de inversionistas, tanto personas naturales como institucionales y permitir el ingreso de un grupo muchas veces marginado del sector crediticio y financiero: las pequeñas y medianas empresas.

Es indispensable seguir fomentando programas como Colombia Capital y Código país, así como seguir promocionando su masificación con una mayor participación y conocimiento del público en general a través de programas que integren la cooperación de instituciones educativas en todo el país, como viene haciendo la BVC desde hace algunos años. Sobre todo, se necesita una seria y real política de Estado, incluyéndola como una de las metas de país, y como uno de los pilares de desarrollo para el sistema financiero colombiano, ampliando la visión del papel que podría jugar el mercado en el fomento de la competitividad de las empresas. Finalmente, se puede decir que el mercado de valores en Colombia cuenta con una regulación consistente, que establece reglas de juego claras y consolida la seguridad jurídica, pero que carece de profundidad y aún tiene pendiente el cumplimiento de su misión como impulsor del desarrollo de la economía a través de la canalización del ahorro hacia la inversión productiva.

BIBLIOGRAFÍA

Arbeláez, María A., Zuluaga, Sandra, y Guerra, María L. (2002). *El Mercado de Capitales Colombiano en los Noventa y las Firmas Comisionistas de Bolsa*. Bogotá, D.C.: Alfaomega-Fedesarrollo.

Asociación Nacional de Instituciones Financieras y Deceval. (2009) "Desarrollo del Mercado de Valores: ¿En qué estamos?". [En línea]. Disponible en: <http://www.deceval.com/InstructivosBoletines/Enfoque%2030.pdf> [recuperado el 15 de julio de 2010].

Escalante C., Rafael D., Del Rio C., Jorge y Mejía, Germán. (2012). Caracterización del mercado de acciones en Colombia: Una mirada a la última década (2001-2010). P 83-99. Revista Vox Populi 2011.Volumen 11. Universidad San Martín de Bogotá.

Barrios, Francly y Beltrán, Carlos A. (2007). "Evolución del mercado de capitales colombiano: un enfoque en el mercado accionario y sus efectos sobre el crecimiento económico a partir de 1990 hasta 2006". Mimeo. Bogotá, D.C., Universidad de la Salle, Facultad de Economía.

Bernal, Humberto y Ortega, Byron. (2004). "¿Se Ha Desarrollado el Mercado Secundario de Acciones en Colombia Durante el Período 1988-2002?". Bogotá, D.C., Monografía de Grado, Universidad Externado de Colombia, Departamento de Economía.[Enlínea]. Disponible en: <http://econpapers.repec.org/> [Recuperado el 17 de julio de 2010].

Escalante, Rafael D., Foeng, Mily y Mejía, Germán. (2011). Agentes dinamizadores del mercado accionario. P 15-36. Revista Vox Populi 2011.Volumen 10. Universidad San Martín de Bogota.

Eugene, Fama. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. En: "The Journal of Finance" Vol. 25, No. 2. 1970

Bolsa de Valores de Colombia (2009). "80 años del Mercado de Valores de Colombia". [En línea]. Disponible en: <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc> [recuperado el 12 de julio de 2010].

Bolsa de Valores de Colombia. (2008). "Guía del mercado de valores". [En línea]. Disponible en: <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Empresas/Documentos+y+Presentaciones> [recuperado el 19 de Julio de 2010].

Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia. (2008). "La Dinamización del mercado del Mercado de Valores en Colombia: Oferta y Demanda". [En línea]. Disponible en: <http://www.amvcolombia.org.co/> [recuperado el 18 de Julio de 2010].

Demirgüç-Kunt, Asli y Levine, Ross. (1995) "Stock Markets and Financial Intermediaries: Stylized Facts", The World Bank Policy Research Working Paper, No. 1462, The World Bank. [En línea]. Disponible en:

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=620513 [recuperado el 19 de Julio de 2010].

Salas Rada, Gustavo A. (2008). "Reforma financiera: riesgo y rentabilidad de las administradoras de fondos de pensiones" Estudios de Derecho y Gobierno. Bogotá D.C. [En línea]. Disponible en: www.portalweb.ucatolica.edu.co/.../54_1197_edyg-v1-n1-salas-.pdf [recuperado el 1 de septiembre de 2010]

Ortíz, Melisa y López Carlos M. (2009). "Sistema pensional: situación actual y esquema multifondos". Mimeo. Medellín. Universidad Nacional de Colombia, Facultad de minas.

Investigaciones Económicas y Estrategias, Grupo Bancolombia. (2010). Informe Anual Proyecciones Macroeconómicas 2009 – 2010. [En línea]. Disponible en: <http://investigaciones.bancolombia.com/InvEconomicas/home/homeinfo.aspx> [recuperado el 20 de Julio de 2010].

Levine, Ross. (2004) "Finance and Growth: Theory and Evidence", NBER Working Papers, No. 10766. . [En línea]. Disponible en: <http://econpapers.repec.org/bookchap/eeegrochp/1-12.htm> [recuperado el 19 de Julio de 2010].

Ministerio de Hacienda y crédito público, Banco Mundial y Fedesarrollo. (1996). "Misión de Estudios del Mercado de Capitales: Informe Final", Bogotá D.C.

Garavito, Cesar. (2006) "De Club de Caballeros a Foro Electrónico de Negociación: Un Análisis Institucionalista Denso de la Bolsa de Valores de Colombia", Working Paper Series, Princeton University, No. 06-08f. [En línea]. Disponible en: cmd.princeton.edu/papers/wp0608f2.pdf [recuperado el 17 de julio de 2010].

Uribe, Jorge Mario (2007). "Caracterización del mercado accionario colombiano, 2001-2006: un análisis comparativo". Borradores de Economía, No. 456. [En línea]. Disponible en: www.banrep.gov.co/docum/ftp/borra456.pdf [recuperado el 17 de julio de 2010].

Páginas Web usadas:

- ✓ Bolsa de Valores de Colombia (BVC): www.bvc.com.co
- ✓ Superintendencia Financiera de Colombia: www.superfinanciera.gov.co
- ✓ Autorregulador del Mercado de Valores (AMV): www.amvcolombia.org.co
- ✓ Depósito Centralizado de Valores de Colombia (Deceval): www.deceval.com
- ✓ Federación Iberoamericana de Bolsas (FIAB): www.fiabv.org
- ✓ World Federation of Exchanges (WFE): www.world-exchanges.org