

Recuadro 3: Participación de los inversionistas extranjeros en el mercado accionario colombiano

Laura Viviana León Díaz
Camilo Andrés Orozco Vanegas

Introducción

En los últimos años, los inversionistas extranjeros han exhibido un menor apetito por acciones del mercado colombiano, pasando de tener una participación del 16% a finales de 2018 a una del 11% en junio de 2024. Esta disminución pudo estar guiada por la reducción en la participación de Colombia en índices de referencia internacionales para mercados emergentes, así como por un contexto retador para los mercados a nivel global tras la pandemia del Covid-19. Adicionalmente hubo cambios en tributarios que pudieron generar incrementos en los costos de inversión de estos agentes¹.

Sin embargo, los extranjeros se han consolidado como los agentes más importantes dentro de la dinámica de este mercado, capturando el 37% del total del monto negociado en los últimos cinco años. Sus negociaciones se han concentrado principalmente las acciones de Bancolombia (ordinaria y preferencial), Ecopetrol e ISA, las cuales a su vez han sido las más representativas dentro del índice MSCI Colcap².

Tener un mayor entendimiento de las dinámicas de este tipo de agentes, así como su composición, resulta relevante dada su importancia en el mercado accionario colombiano y las discusiones que se han dado recientemente sobre su posible reclasificación de mercado *emergente a frontera*³. Colombia se encuentra clasificado como emergente por MSCI, el principal proveedor de índices bursátiles del mundo y, de acuerdo con esto, actualmente cuenta con participación de tres acciones colombianas dentro de su índice de emergentes (MSCI EM), lo cual corresponde al mínimo para hacer parte de dicho grupo⁴. Teniendo en cuenta lo anterior, el deterioro reciente de la liquidez del mercado y en particular de una de las acciones que hacen parte del índice MSCI EM, han generado preocupaciones sobre una posible reclasificación de Colombia de emergente a frontera⁵. Sin embargo, en los últimos resultados de la revisión anual

¹ En las reformas tributarias aprobadas a finales de 2018 y finales de 2019, se incrementó el impuesto de renta aplicado a los dividendos de 5% al 7,5% y de 7,5% a 10%, respectivamente (Toro et al., 2023).

² El índice MSCI Colcap es el índice de referencia principal del mercado accionario colombiano y se compone de los 20 emisores y 25 acciones más líquidas del mercado, ponderando las acciones por capitalización de mercado ajustada.

³ En 1994 Colombia fue clasificado como país emergente por MSCI, teniendo en cuenta el cumplimiento de los requisitos establecidos en la metodología del proveedor en términos de liquidez, tamaño, estabilidad y facilidades de acceso al mercado. Por su parte, un país clasificado como mercado frontera se caracteriza por contar con un mercado accionario de pequeño tamaño, baja liquidez, con barreras de acceso a los inversionistas internacionales e inestabilidad política y financiera. En este sentido hacer parte de un nuevo índice como resultado de la reclasificación podría implicar un cambio en el tipo de inversionistas, un menor dinamismo y menores flujos de inversión hacia el mercado accionario.

⁴ Actualmente el índice MSCI EM cuenta con participación de las acciones, preferencial y ordinaria, de Bancolombia e ISA. De acuerdo con la metodología del proveedor para ser parte del grupo de emergentes el país debe contar con mínimo 3 acciones para hacer parte de dicho grupo.

⁵ En el cuarto trimestre de 2023 se iniciaron las discusiones frente a la posibilidad de que MSCI reclasificara el mercado colombiano de emergente a frontera, teniendo en consideración el deterioro en la liquidez del mercado y en particular de la acción de ISA, que al no cumplir con los requisitos de liquidez podría salir del índice y poner en riesgo la clasificación de Colombia como emergente.

realizada por MSCI que se publicaron en junio, Colombia no se encuentra en revisión para ser reclasificado.

Así, este recuadro ofrece un breve análisis a la evolución de los inversionistas extranjeros en el mercado accionario local, sus características y la composición de su portafolio a nivel local.

Antecedentes

Entre 2010 y 2013 los inversionistas extranjeros incrementaron más del 180% sus tenencias en el mercado accionario del país, al tiempo que la participación de Colombia en el índice de emergentes de MSCI⁶ (MSCI EM) aumentó de 0,6% a 1% (Gráfico R3. 1 y Gráfico R3. 2). Adicionalmente, en este periodo se modificó el régimen de inversión extranjera simplificando el acceso de estos inversionistas al mercado financiero local⁷, se consolidó el grado de inversión del país, y se avanzó en algunas iniciativas orientadas al desarrollo de este mercado, como el inicio del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) y la creación del primer ETF (Toro et al., 2023).

Posteriormente, entre 2013 y 2015, los extranjeros redujeron su saldo en el mercado, en línea con la menor ponderación de Colombia dentro del índice de MSCI, el cual, a diciembre de 2015, tuvo un valor de 0,4%. Pese a lo anterior, la participación de dichos agentes con relación al total del mercado permaneció estable, en un contexto de importantes caídas en los precios del petróleo que afectaron la valoración del mercado local⁸. Tras esto, la posición de los extranjeros permaneció estable hasta 2018.

Finalmente, a partir de 2018 se ha observado una disminución sostenida de la posición de inversionistas extranjeros en el mercado, al tiempo que Colombia ha disminuido su participación en el índice de referencia de emergentes MSCI EM (0,1% a dic-2023) y se generaron discusiones en torno a su posible reclasificación de mercado *emergente* a mercado *frontera*⁹. La menor ponderación del país ha estado asociada con la inclusión de las acciones chinas denominadas en yuanes, conocidas como “A-Shares”, dentro del índice MSCI EM, junto con la clasificación de Arabia Saudita, Argentina¹⁰ y Kuwait como *emergentes* (Toro et al., 2023). Adicionalmente, otros eventos pudieron tener incidencia en el comportamiento de los extranjeros en este mercado, tales como la pandemia del Covid-19, las rebajas de calificación soberana, y múltiples reformas que tuvieron impacto en los costos del mercado para emisores y participantes¹¹.

⁶ En 1994 Colombia fue clasificado como país emergente por MSCI, el principal proveedor de índices bursátiles del mundo. Lo anterior teniendo en cuenta el cumplimiento de los requisitos establecidos en la metodología del proveedor de liquidez, tamaño, estabilidad y facilidades de acceso al mercado. De acuerdo con esta clasificación, se incluyen especies colombianas dentro del índice de mercados emergentes calculados por el proveedor.

⁷ El 29 de diciembre de 2010 se modificó el *Régimen General de Inversiones de Capital del Exterior en Colombia y de Capital Colombiano en el Exterior* (Decreto 4800 de 2010) de tal forma que, entre otras determinaciones, se eliminó el requerimiento para los inversionistas extranjeros de constituir un *Fondo de Inversión de Capital Extranjero* para adelantar sus inversiones en el mercado financiero local, permitiendo realizarlas a partir de ese momento través de administradores locales.

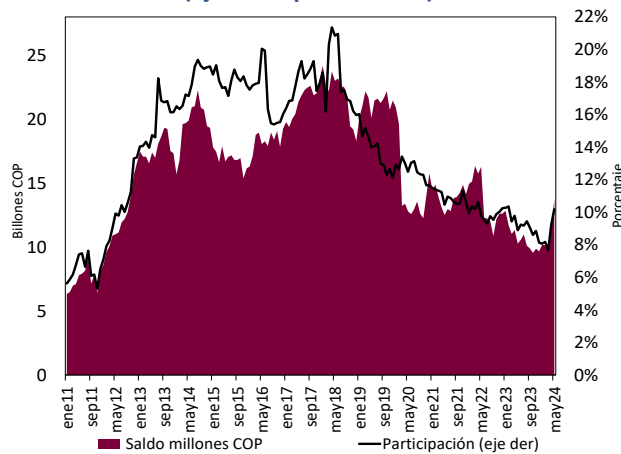
⁸ Entre junio de 2014 y enero de 2016 los precios del petróleo cayeron cerca de un 70% y la referencia de petróleo Brent alcanzó un nivel mínimo de USD 27,88 por barril el 20 de enero de 2016. En este mismo periodo el índice MSCI Colcap presentó una caída del 31%.

⁹ Un mercado clasificado como frontera es aquel que se caracteriza por contar con un mercado accionario de pequeño tamaño, baja liquidez, con barreras de acceso a los inversionistas internacionales e inestabilidad política y financiera.

¹⁰ Argentina fue clasificado como emergente en 2019, pero perdió dicha clasificación en 2021.

¹¹ En las reformas tributarias aprobadas a finales de 2018 y finales de 2019, se incrementó el impuesto de renta aplicado a los dividendos de 5% al 7,5% y de 7,5% a 10%, respectivamente (Toro et al., 2023). En el 2021, Colombia perdió el grado de inversión por parte de dos de las principales agencias calificadoras Standard & Poor's y Fitch Ratings.

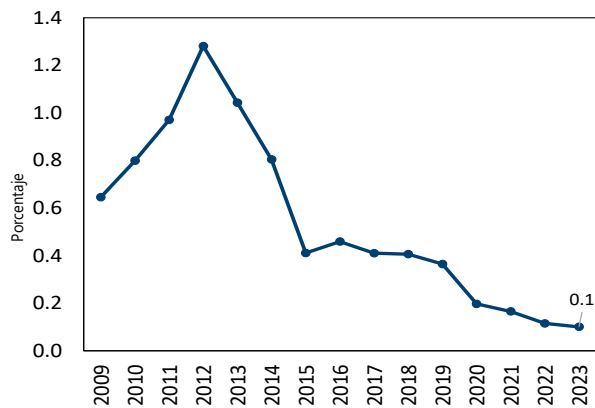
Gráfico R3. 1. Participación de los inversionistas extranjeros en el mercado accionario colombiano (ajustado por flotante).



Fuente: Formato IPEXT del BanRep, Bloomberg. Información a mayo de 2024.

Nota: La participación se calcula como el saldo de los extranjeros en el mercado de renta variable en USD reportado en el formato en el formato IPEXT a una tasa de cambio promedio del mes, sobre la capitalización bursátil del mercado en USD extraído del *World Federation of Exchanges* ajustando por el flotante. El flotante corresponde al porcentaje del mercado que se encuentra libre para negociación, es decir la parte que no se encuentra en manos de inversionistas controlantes.

Gráfico R3. 2. Ponderación de Colombia en el índice MSCI de países emergentes



Fuente: Bloomberg.

Participación de los extranjeros

Flujos de los inversionistas extranjeros

Desde 2010, la participación de los inversionistas extranjeros en las negociaciones totales del mercado ha aumentado¹², y en los últimos cinco años se han ubicado como los agentes más importantes (37%¹³) (*Gráfico R3. 3*). Sin embargo, esto se ha dado en un contexto de una reducción importante en la liquidez de este mercado¹⁴. Por su parte, en los últimos cinco años, las personas naturales han transado el 14% y los FPC el 16%¹⁵. Adicionalmente, las Sociedades Comisionistas de Bolsa (SCB), quienes actúan como intermediarios en este mercado, han tenido una participación del 18% de los montos negociados.

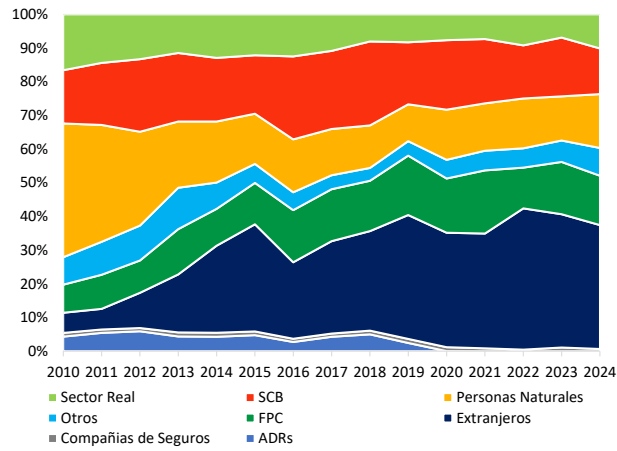
¹² La participación de los extranjeros en las negociaciones totales del mercado pasó del 6% en junio 2010 al 37% en junio de 2024.

¹³ Con información desde enero de 2019 a junio de 2024.

¹⁴ Los montos negociados en el mercado pasaron de COP 92,5 billones (b) en 2012 a COP 27 b en 2023.

¹⁵ Porcentajes calculados como la participación de las compras y ventas realizadas por cada tipo de agente desde enero de 2019 hasta el 30 de junio de 2024.

Gráfico R3. 3. Participación en montos negociados por agente



Los flujos de estos agentes se han revertido. Entre 2010 y 2017 presentaron en su mayoría compras netas, mientras que en los años siguientes han acumulado ventas, con excepción del 2022 (Gráfico R3. 4). Lo anterior refleja posiblemente el menor apetito de estos agentes por acciones colombianas en el periodo reciente. Adicionalmente, sus negociaciones se encuentran concentradas en las referencias de Bancolombia (preferencial y ordinaria), Ecopetrol e ISA (Gráfico R3. 5).

Gráfico R3. 4. Compras netas acumuladas de los inversionistas extranjeros

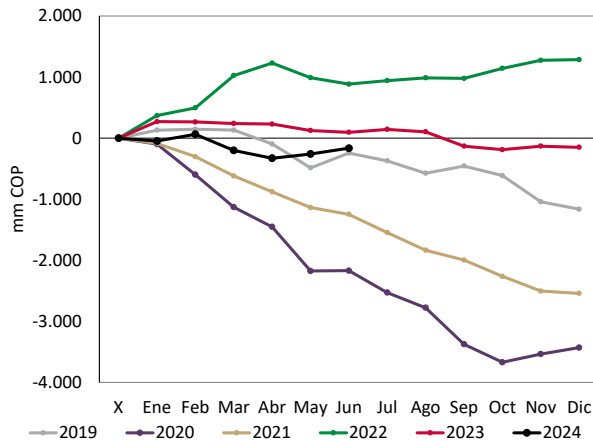
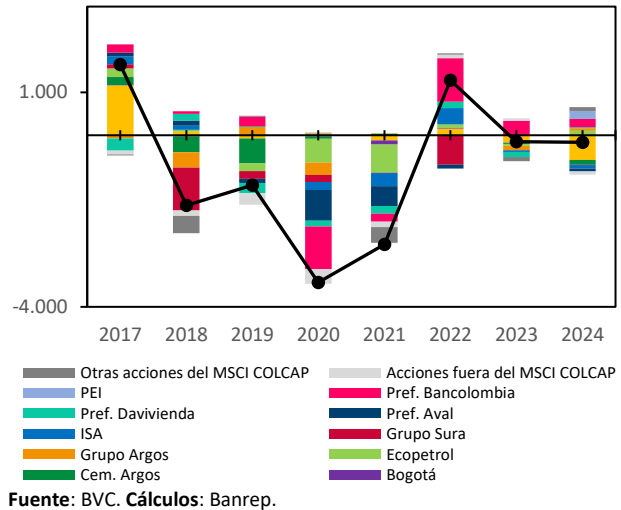


Gráfico R3. 5. Flujo neto de compras por acción de los inversionistas extranjeros



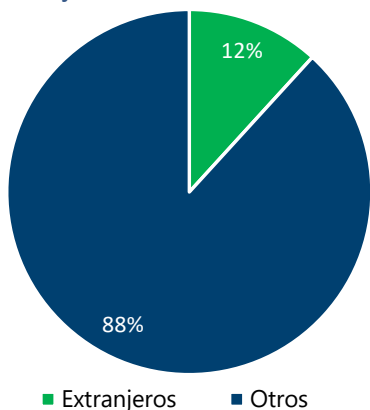
Saldos de los inversionistas extranjeros

A pesar de que los inversionistas extranjeros han venido reduciendo sus tenencias en el mercado accionario, aún mantienen el 12% del total de las acciones en circulación¹⁶ (Gráfico R3. 6). Desde

¹⁶ La información de saldos usada en esta subsección contempla la información de inversionistas extranjeros de portafolio con identidad conocida y/o no controlantes. Dentro de la clasificación de extranjeros, el 7,9% pertenece a los extranjeros controlantes y el restante 4,1%, a otro tipo de extranjeros.

el 2019 el saldo de los inversionistas extranjeros se ha reducido en 62,3%. Esta caída estuvo explicada por la salida de los fondos mutuos, que pasaron de tener un saldo de COP 11,6 billones (b) en junio de 2019 a COP 5,10 b en julio de 2024 (Gráfico R3. 7). A julio de 2024, este grupo de agentes es el más importantes dentro de la composición de los inversionistas extranjeros con un 55%, seguidos por otros agentes como los fondos de pensiones internacionales que representan el 15% del grupo, los bancos extranjeros con un 13%, y las autoridades monetarias con un 10%. Lo anterior guarda cierta similitud con la composición de los inversionistas extranjeros en el mercado de deuda pública (ver Recuadro 3: Caracterización de inversionistas extranjeros en el mercado de contado de TES en el Reporte de Mercados Financieros del tercer trimestre de 2023).

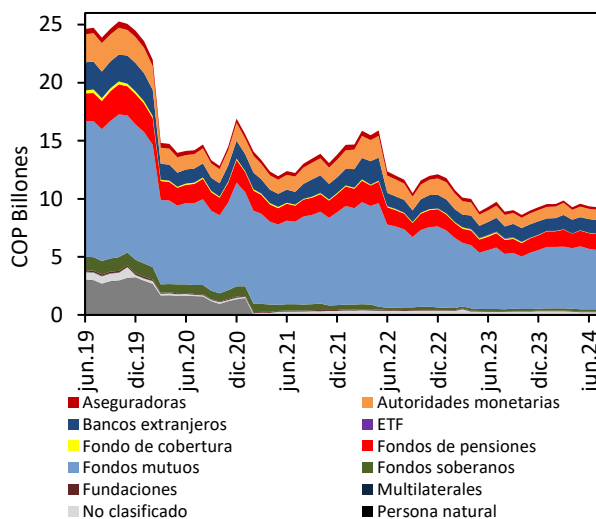
Gráfico R3. 6. Participación de los inversionistas extranjeros en el mercado accionario



Fuente: Deceval. Cálculos: Banrep.

Nota: En el rubro de extranjeros se incluyen a los agentes que están clasificados como tal en Deceval, excluyendo aquellos cuya identidad se desconoce, los cuales se encuentran incorporados en la porción de "Otros". Dentro de la clasificación de extranjeros, el 7,9% pertenece a los extranjeros controlantes y el restante 4,1%, a otro tipo de extranjeros.

Gráfico R3. 7. Saldos de los tipos de inversionistas extranjeros en el mercado accionario



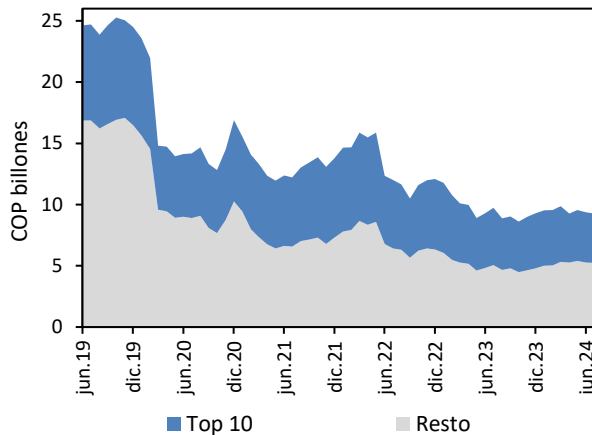
Fuente: Deceval. Cálculos: Banrep.

Por otro lado, si bien los diez tenedores extranjeros más grandes de acciones acumulan el 43,5% del saldo total de extranjeros a junio de 2024, no se observa una concentración significativa en este mercado (Gráfico R3. 8). Al analizar la concentración mediante el índice Herfindahl Hirschman (IHH, por sus siglas en inglés), se evidencia que no hay una alta concentración en la base total de inversionistas extranjeros ni en los grupos más importantes, como los fondos mutuos (Gráfico R3. 9). Sin embargo, el único caso de alta concentración se observa en las autoridades monetarias. Este grupo, compuesto por pocos agentes, presenta un IHH promedio del 52% desde 2019.

En línea con los flujos observados en la sección *Flujos de los inversionistas extranjeros* de este recuadro, aunque las tenencias de los extranjeros en el mercado accionario se encuentran focalizadas en las acciones de Bancolombia, ISA y Ecopetrol, la participación de estos inversionistas en este grupo de acciones es diversificada y no presenta una alta concentración. Aun así, se destaca la reducción del apetito de dichos agentes sobre la especie de Ecopetrol, lo cual pudo estar asociado con su salida del índice MSCI EM en diciembre de 2022. Consecuentemente, su portafolio ha perdido diversificación en los últimos cinco años y han tendido a concentrar su participación en el emisor Bancolombia, quien representa el 56,4% de su portafolio en acciones locales (Gráfico R3. 10). A pesar de esto, tras calcular el IHH para las acciones con mayores

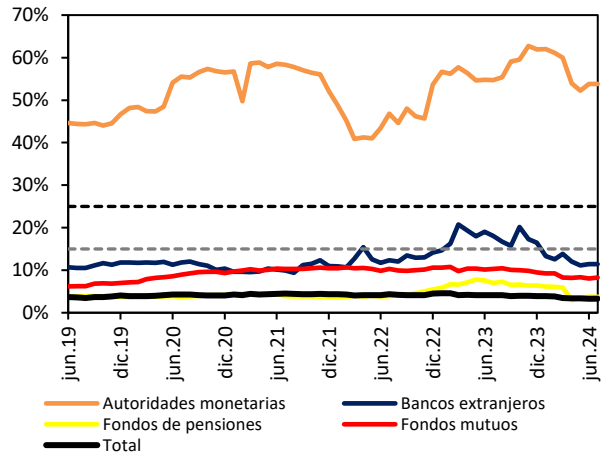
tenencias de extranjeros, no hay evidencia de una alta concentración para las emisiones de Bancolombia, no obstante, en línea con la salida de Ecopetrol del índice MSCI EM, desde 2022 se ve una menor diversidad de agentes con esta especie (Gráfico R3. 11).

Gráfico R3. 8. Saldo por extranjero



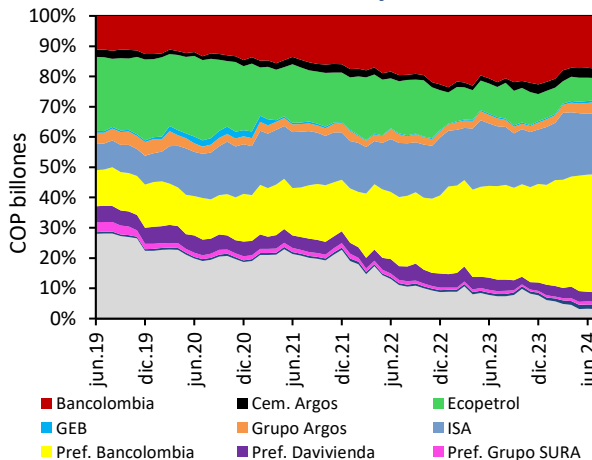
Fuente: Deceval. Cálculos: Banrep.

Gráfico R3. 9. ÍHH de los inversionistas extranjeros por tipo y total



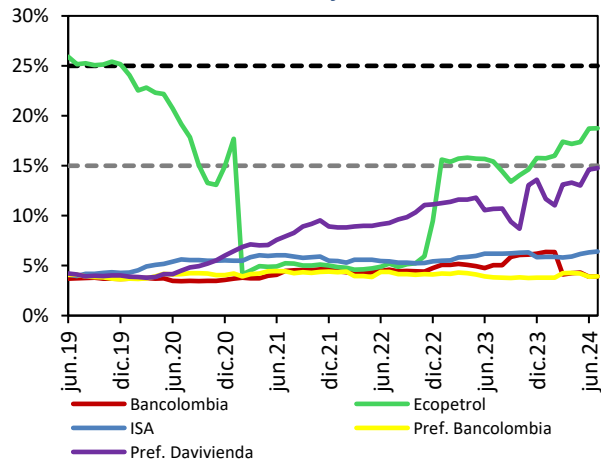
Fuente: Deceval. Cálculos: Banrep. Nota: La línea punteada gris corresponde al valor de 15% (medianamente concentrado), mientras que la línea punteada negra corresponde al valor de 25% (altamente concentrado).

Gráfico R3. 10. Portafolio de acciones locales de accionistas extranjeros



Fuente: Deceval. Cálculos: Banrep.

Gráfico R3. 11. ÍHH de las acciones con mayor tenencia de extranjeros



Fuente: Deceval. Cálculos: Banrep. Nota: La línea punteada gris corresponde al valor de 15% (medianamente concentrado), mientras que la línea punteada negra corresponde al valor de 25% (altamente concentrado).

Consideraciones finales

A pesar de la disminución en sus tenencias, los inversionistas extranjeros continúan desempeñando un papel relevante en el mercado accionario colombiano, posicionándose como los principales actores en las negociaciones totales. La evolución del saldo total de estos agentes

en los últimos años parece seguir el comportamiento de la participación de Colombia en el índice MSCI EM. En consecuencia, sus inversiones se han concentrado en las acciones que aún forman parte de dicho índice, lo que ha ocasionado una pérdida de diversificación en sus portafolios. Además, al igual que en el mercado de deuda pública, los fondos mutuos y los fondos de pensiones internacionales se destacan como los agentes extranjeros más significativos.

En este contexto, los sectores público y privado han colaborado en los últimos años para promover un mayor desarrollo del mercado accionario y otros mercados de valores. Esta colaboración busca fortalecer aspectos fundamentales como la liquidez, la accesibilidad, los emisores y la promoción de estos mercados a nivel internacional. Como resultado, el Gobierno Nacional ha impulsado diversos proyectos de ley para dinamizar el mercado accionario. Entre las reformas propuestas se incluyen una mayor participación de formadores de liquidez, facilidades para las ventas en corto y la transferencia temporal de valores, así como el fomento a la emisión y colocación de valores bajo condiciones más flexibles para los emisores. Asimismo, se han implementado disposiciones normativas para incrementar la participación de los Fondos de Inversión Colectiva, las Sociedades Comisionistas de Bolsa y otros agentes del mercado accionario.

Finalmente, se han puesto en marcha otras iniciativas, como la integración regional de las Bolsas de Valores de Chile, Perú y Colombia, la cual se espera que, una vez en operación en 2025, promueva una mayor liquidez y profundidad del mercado, así como un aumento en el número de participantes. De este modo, se anticipa que esta integración convierta a dicho mercado en uno de los más relevantes de Latinoamérica.

Referencias

Toro, J. (coordinador); Arango, L.; Gamboa, F.; León, L.; López, M.; Martínez, D.; Melo, L.; Quicazán, C.; Rincón, H.; Rodríguez, N.; Romero, J.; Ruiz, M.; Ruiz, C.; Sánchez, A.; Sarmiento, M.; Villamizar, M. (2023). Flujos de capital de portafolio en Colombia. Ensayos sobre Política Económica (ESPE), núm. 105, julio 2023.

<https://repositorio.banrep.gov.co/bitstream/handle/20.500.12134/10668/Espe105.pdf> .

Glosario de abreviaciones

4T23: Cuarto trimestre de 2023	CHL: Chile	IPC: Índice de Precios al Consumidor
1T24: Primer trimestre de 2024	CHF: Franco Suizo	ISE: Indicador de Seguimiento Económico
2T24: Segundo trimestre de 2024	COL: Colombia	JDBR: Junta Directiva del Banco de la República
ACPM: aceite combustible para motores	COP: Peso colombiano	JPY: Yen Japonés
AIE: Agencia Internacional de Energía	DGCPTN: Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional	MEX: México
BanRep: Banco de la República de Colombia	DTF: Tasa de interés de los certificados de depósito a término 90 días	MFMP: Marco Fiscal de Mediano Plazo
Banxico: Banco de México	EMBI: <i>Emerging Market Bond Indexes</i>	MHCP: Ministerio de Hacienda y Crédito Público de Colombia
BAS: <i>Bid-Ask spread</i>	EME: Encuesta mensual de expectativas del BanRep	OIS: <i>Overnight Index Swaps</i>
BCB: Banco Central de Brasil	EOF: Encuesta de Opinión Financiera de Fedesarrollo y BVC	O/N: Overnight
BCCh: Banco Central de Chile	EUR: Euro	OPA: Oferta Pública de Adquisición
BCE: Banco Central Europeo	FAO: Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura	OPEP: Organización de Países Exportadores de Petróleo
BCRP: Banco Central de Reserva del Perú	FBEI: <i>Forward Breakeven Inflation</i>	PCMTDP: Programa de Creadores de Mercado para Títulos de Deuda Pública
BEI: Breakeven Inflation	FED: Reserva Federal de EE. UU.	PER: Perú
BoE: Banco de Inglaterra	FMI: Fondo Monetario Internacional	PIB: Producto Interno Bruto
BoJ: Banco de Japón	FPC: Fondo de Pensiones y Cesantías	SEN: Sistema Electrónico de Negociación
BRA: Brasil	FOMC: Comité Federal de Mercado Abierto	SEK: Corona Sueca
BVC: Bolsa de Valores de Colombia	GEA: Grupo Empresarial Antioqueño	SOFR: <i>Secured Overnight Financing Rate</i>
DCV: Depósito Central de Valores	GNL: Gas natural licuado	TES: Títulos de Tesorería
CAD: Dólar Canadiense	GBP: Libra Esterlina	TF: Tasa Fija
CDR: Certificados de Depósito Reajustables	IBR: Indicador Bancario de Referencia	TPM: Tasa de política monetaria
CDS: <i>Credit Default Swaps</i>	IIF: Instituto de Finanzas Internacionales	USD: Dólar Estadounidense
CDT: Certificado de depósito a término fijo	IMC: Intermediarios del Mercado Cambiario	UVR: Unidad de Valor Real