

Perspectivas iniciales sobre la Integración Regional

INFORME ESPECIAL

| Titulares

- Las bolsas de Colombia, Chile y Perú han decidido integrarse con el objetivo de consolidar un mercado más atractivo a nivel internacional y de mayor profundidad y liquidez.
- A pesar del incremento en los plazos que se plantearon hace dos años, la integración ha logrado consolidar hitos importantes durante 2023, por lo que el avance del proyecto muestra solidez.
- Mayor exposición a mayor número de emisores significa nuevas oportunidades tanto para los inversionistas locales como los extranjeros y la opción de incrementar la diversificación de los portafolios.
- La combinación de los volúmenes transados en los tres mercados podría impactar de forma positiva en los mercados de Colombia y de Perú, que han observado caídas sustanciales sobre su negociación de activos.
- Una suma de elementos, entre los que se encuentran una subvaloración significativa de los activos colombianos y algunos resultados sólidos, incluso en medio de una coyuntura económica difícil, podría significar un incremento en el atractivo de los activos locales frente a las compañías de los demás mercados.

Héctor Wilson Tovar García

Gerente de Investigaciones Económicas
wtovar@accivalores.com
(601) 3907400 ext 1107

María Alejandra Martínez Botero

Directora de Investigaciones Económicas
maria.martinez@accivalores.com
(601) 3907400 ext 1566

Cristian Enrique Pelaez Gallego

Analista Divisas
cristian.pelaez@accivalores.com
(601) 3907400 ext 1300

Juan Sebastián Acosta

Analista Renta Fija
juan.acosta@accivalores.com
(601) 3907400 ext 1300

Jahnisi Arley Cáceres Gómez

Analista Renta Variable
jahnisi.caceres@accivalores.com
(601) 3907400 ext 1300

Diana Valentina González

Practicante
diana.gonzalez@accivalores.com

| Resumen

La discusión acerca de un posible mercado integrado con las bolsas de Chile y Perú comienza en 2018, cuando un equipo conformado por participantes de las tres bolsas efectuó un análisis de pre-factibilidad considerando la experiencia de la MILA (Mercado Integrado Latinoamericano).

El objetivo principal es el mayor desarrollo del mercado a nivel regional, a través de la estandarización de los modelos de negocio. La integración se contempló para tres frentes, integración de propiedad, integración del modelo de negocio e infraestructura común y la armonización normativa y regulatoria. El fin último consiste en que la condiciones y reglas del mercado se nivelen con los estándares internacionales y permita atraer de forma más eficaz flujos de inversión extranjera.

Las estimaciones en el estudio realizado por la bolsa indican que con la integración el potencial del mercado en tamaño, escala y liquidez sería similar al mercado mexicano en el corto plazo y cerca al brasileño en el mediano/largo plazo, convirtiendo al mercado integrado, en el segundo mercado más relevante en América Latina.

Algunos de los logros que persigue la integración son: i) Incremento en la capitalización bursátil ajustada por libre flotación; ii) Incremento en el volumen transado de acciones; iii) Crear un mercado de derivados potente en el mediano plazo; iv) Incrementar el valor

transado en renta fija y v) crear un mercado de ETF similar en tamaño al mercado mexicano.

| Métodos propuestos para mejorar la liquidez

Con el objetivo de apalancar a los generadores de volumen y liquidez, la integración propone la reducción de costos de emisión, generación de incentivos para que las compañías locales se vuelvan públicas, integrar los procesos de negociación y post-negociación, facilitar el manejo y neteo multi-moneda (incluyendo el dólar), desarrollar el préstamo de valores, alinear y optimizar las políticas y modelos de precios de los tres mercados, adoptar estándares internacionales de gobierno corporativo, control, información y licenciamiento y traer brokers internacionales para asegurar la participación de creadores mercado internacionales.

Finalmente, el propósito es establecer un modelo de mercado donde todos los participantes puedan operar directamente sobre los distintos valores inscritos y negociables en la plataforma unificada, con listado realizado y regulado localmente, con una integración real de los procesos y la infraestructura de negociación, compensación y liquidación a la mayor brevedad posible, y una integración posterior de los depósitos de valores en la que la tecnología tendrá un papel muy relevante.

| Beneficios posibles de la integración

Entre los beneficios posibles planteados dentro del estudio realizado por la bolsa se encuentran: i) Un incremento significativo en el número de emisores/emisiones; ii) Atracción de participantes internacionales; iii) Mayor desarrollo del mercado retail; iv) Incremento en la participación regional de los fondos de pensiones; v) Crecimiento en el volumen de derivados; vi) Rebalanceo de la formación de precios desde los ADR al mercado doméstico, así como el desarrollo de un mercado regional de recibos de depósito.

1. Beneficios para los accionistas

Para los accionistas suscritos, el informe realizado por las tres bolsas estimó una tasa de crecimiento de ingresos de 3.8% para la Holding Regional, en comparativa con el 2.7% que es la suma de las tres bolsas individualmente. Adicionalmente, se espera un ahorro en gastos cercano al 17% en comparativa a las tres bolsas de forma individual. Finalmente, un mayor atractivo, por lo que se espera un incremento en el precio por acción junto a una mayor liquidez.

2. Beneficio para los inversionistas

Se espera mayor liquidez por un incremento en la actividad bursátil a nivel regional con mayor profundidad y una mejor formación de precios. Lo anterior impulsado por la habilitación de un punto único de acceso al mercado de capitales regional, que desembocará en la creación de un mercado atractivo tanto a nivel local como internacional.

| Proyecciones realizadas para el negocio integrado

En el escenario más conservador, el estudio de la bolsa indica que, la integración podría resultar en un EBITDA de ~USD \$81 m en el año 2030 (versus USD \$47 m sin integración en el año 2020), llegando a un margen EBITDA de ~53%. En ese escenario, el proyecto generaría un valor patrimonial adicional, comparado con la opción de no integrarse, de ~USD \$78 - \$81 m— considerando el rango mínimo de beneficios, vale decir, sin sinergias de

ingresos, un alto grado de inversiones requeridas, y que el 50% de las sinergias de gastos serían devueltas al mercado a través de una reducción de tarifas

Al considerar el escenario base o más probable, se deduce un punto medio de valor patrimonial para la entidad integrada que se estima en USD \$764 m. El valor patrimonial promedio de la entidad integrada para el escenario base, implicaría un posible upside, o aumento de valor, de poco más del 23%, equivalente a USD \$144.5 m.

| Pasos para la integración

El día 18 de abril de 2023, la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) informó que, la Superintendencia Financiera de Colombia, después de haber verificado el cumplimiento de los requisitos de que trata el artículo 88 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, (EOSF) decidió autorizar a la Holding Bursátil Chilena S.A, compañía que llevará a cabo una fusión entre esta y la Sociedad de Infraestructuras de Mercado S.A para dar lugar a la constitución de la Holding Regional, para que pueda adquirir hasta el 94.99% de las acciones en circulación de BVC.

Posteriormente, hasta el 15 de junio de 2023, los accionistas de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) interesados en hacer parte de la integración debieron suscribir sus acciones. Finalmente, el 31 de agosto de 2023, se llevó a cabo la Junta Extraordinaria de Acciones en Santiago de Chile, en esta última se aprobó la fusión por absorción de la Sociedad de Infraestructuras de Mercado S.A. (SIM) por parte de la Sociedad Holding Bursátil Chilena S.A. (HBC) y dando paso finalmente a la constitución de la Holding Regional. Adicionalmente, se estableció un nuevo Directorio compuesto por 16 miembros.

Por parte de la Bolsa de Santiago, los integrantes son Juan Guillermo Agüero, Juan Andrés Camus, Fernando Larraín, Rodrigo Manubens, Eduardo Muñoz y Jorge Quiroz. Representando a la Bolsa de Valores de Colombia están Rafael Aparicio, Jaime Castañeda, Santiago Montenegro, Federico Restrepo, Mauricio Rosillo y Germán Salazar. Del Grupo BVL provienen Frank Barbarczy, Rafael Carranza y José Fernando Romero, mientras que Claudio Avanian representa a B3 (Brasil), el principal accionista de las tres bolsas. El Directorio también confirmó el nombramiento de Juan Pablo Córdoba Garcés como Gerente General de la Sociedad.

Tabla 1. Pasos siguientes para la integración de las bolsas

2023	Enero				Febrero				Marzo				Abril				Mayo				Junio				3Q	4Q
	S1	S2	S3	S4	S1	S2	S3	S4	S1	S2	S3	S4	S1	S2	S3	S4	S1	S2	S3	S4	S1	S2	S3	S4		
Actos preparatorios BVC, Grupo BVL y BCS																										
Adhesión al AMI																										
Firma de suscripción de acciones HBC																										
Junta (asamblea) extraordinaria fusión HBC y SBI																										
Proceso de listado de acciones de HR en mercado chileno																										
Canje de acciones accionistas que suscribieron sus acciones																										
Mecanismo de intercambio accionistas bvc																										
OPA accionistas Grupo BVL																										

Fuente: BVC | Los cuadros grises representan el periodo para la realización de los primeros hitos, los cuadros azules representan el periodo estimado y las estrellas indican las fechas de realización efectiva.

Los pasos siguientes deberían ser el listamiento de las acciones del Holding Regional (HR) en el mercado chileno, el canje de acciones a los accionistas que suscribieron sus acciones, entre otros. Aclarar que estos pasos tienen cierto retraso puesto que la constitución de la HR estaba prevista para el mes de junio y sucedió finalmente en agosto de 2023. En lo referente a la operatividad, la BVC indicó que los pasos siguientes en la operación que se espera comience en 2025, son implementar una plataforma única de negociación para los instrumentos que se comercian en los tres mercados. También se planea lograr la

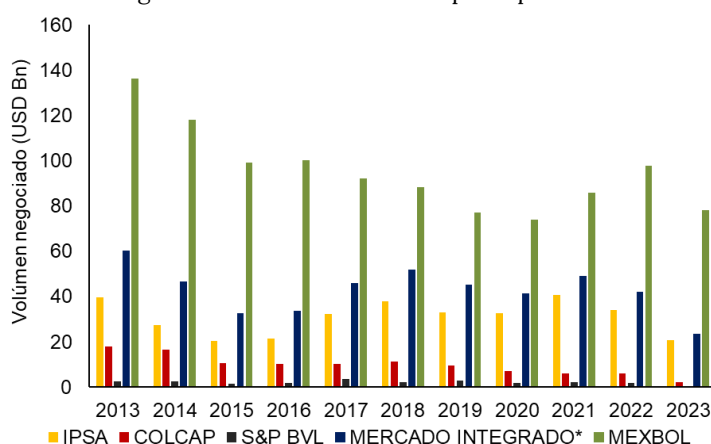
interoperabilidad de las cámaras de compensación y liquidación, la interconexión de los depósitos de valores, las infraestructuras tecnológicas y los sistemas corporativos.

| Consideraciones finales sobre los tres mercados

| ¿Cuánto podría aumentar la liquidez de los mercados?

Al realizar la comparativa entre los tres mercados partícipes del proceso de integración regional, lo que se puede observar es que el volumen de negociación en acciones ha disminuido de forma paulatina para los tres mercados emergentes (Chile, Colombia y Perú) por lo que la caída en la liquidez de Colombia no se debe solamente a posibles factores internos.

Gráfica 1. Volúmenes negociados anualmente en los principales índices de cada mercado



Fuente: Bloomberg | Gráfica: Investigaciones Económicas ACVA |*Posible volumen del mercado integrado sumando los volúmenes de cada bolsa a nivel individual

Si mantuviéramos sin cambios la liquidez del 2023, lo que se observa es que el mercado integrado a duras penas lograría pasar al volumen tranzado en el mercado de Chile. Pero, aunque esto no fuera tan beneficioso para el mercado chileno, podría significar un incremento en la liquidez del mercado colombiano y peruano, puesto que, ahora, el mercado estaría unificado. Lo que se observa finalmente, es que contrario al estudio que realizaron las bolsas en 2020 y del cual hemos hablado durante todo este informe, al mercado integrado todavía le quedaría mucho camino para alcanzar o acercarse a los volúmenes tranzados en un mercado como el de México.

| ¿Podría darse una mayor entrada de extranjeros?

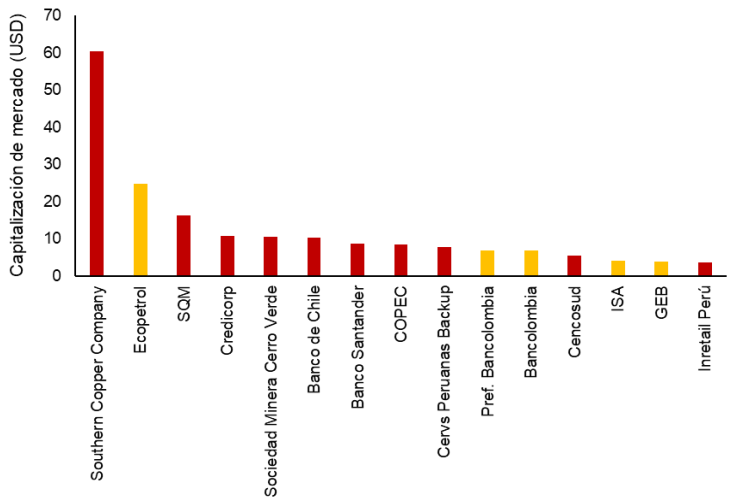
Lo cierto es que actualmente el mercado de acciones locales está fuertemente expuesto a los movimientos de los inversionistas extranjeros, ya que, solo los extranjeros han representado en promedio más del 30% de lo tranzado en acciones colombianas durante los últimos 5 años. En el caso chileno, el porcentaje que representan los inversionistas extranjeros en los volúmenes de negociación se encuentra en promedio por encima del 20% en los últimos 5 años. Asumiendo que una gran parte de los inversionistas extranjeros que invierten en Chile son diferentes a los que poseen exposición a Colombia, podríamos suponer que sí habría un incremento en el apetito por extranjeros al hacer la combinación de los mercados, lo que a su vez sí podría repercutir en lucir más atractivos para inversionistas extranjeros por fuera de la región.

¿Serían competitivas las acciones colombianas en medio de la integración?

Establecimos la comparativa entre 5 de las principales compañías de cada mercado participante en la transacción:

- 1. En materia de Capitalización de Mercado Total, la acción más competitiva en el caso colombiano sería la petrolera estatal, Ecopetrol, estaría ocupando el segundo lugar solo detrás de Southern Copper Company (Perú). Aquí habría que aclarar que los puestos tan atrás de las demás compañías colombianas, se debe principalmente a lo descontado de las acciones colombianas, el retroceso en los niveles de los precios ha presionado a la baja el valor de mercado de las compañías.

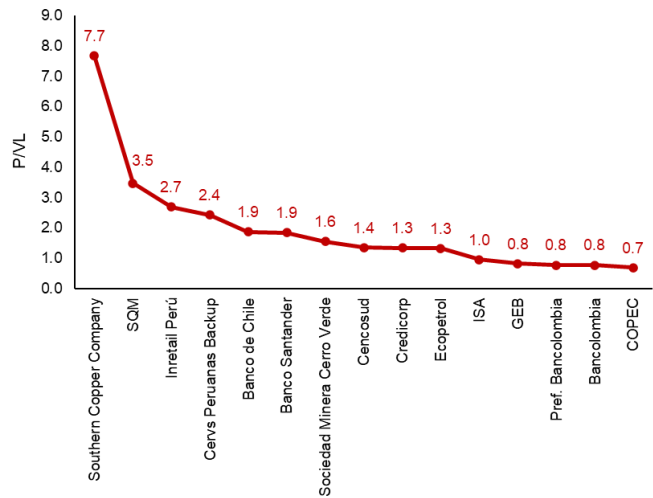
Gráfica 2. Comparación de valor de mercado por compañía



Fuente: Bloomberg | Gráfica: Investigaciones Económicas ACVA

- 2. Lo anterior se puede observar efectivamente en la comparativa entre el múltiplo Precio/Valor en Libros de las compañías. Como se observa en la gráfica las acciones colombianas ocupan en su mayoría los últimos lugares, lo que refleja la subvaloración de los activos colombianos que estarían transando por debajo de su valoración en libros en su mayoría o apenas por encima como es el caso de Ecopetrol. Esto significa a grandes rasgos que las compañías de Colombia estarían relativamente más “baratas” que las de Chile y Perú.

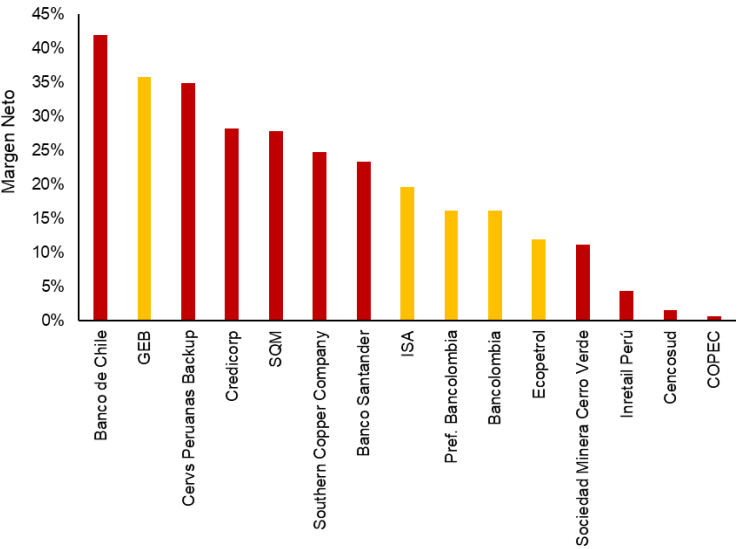
Gráfica 3. Comparación de valor de mercado por compañía



Fuente: Bloomberg | Gráfica: Investigaciones Económicas ACVA | múltiplos al 13/09/23

3. Como un criterio adicional para apoyar la tesis de un abaratamiento relativo sobre las acciones colombianas se hace una comparativa de los activos de los tres mercados utilizando el margen neto. En la gráfica se puede observar que el margen neto de algunas de las compañías colombianas es sólido en comparativa con algunas compañías tanto de Chile como de Perú y resalta significativamente el caso de Grupo de Energía Bogotá (GEB).

Gráfica 4. Comparación de margen neto por compañía (2T23)



Fuente: Bloomberg | Gráfica: Investigaciones Económicas ACVA

Global Disclaimer

Estamos convencidos que todo inversionista debe diversificar sus inversiones en una variedad de clases de activos, en cualquier entorno o tendencia de mercado, así como colaborar permanente y estrechamente con su asesor financiero, para asegurar que su cartera esté adecuadamente estructurada y que su plan financiero respalde sus objetivos a largo plazo, su horizonte temporal y tolerancia al riesgo, aunque, la diversificación no garantiza ganancias ni protege contra las pérdidas. La información que precede, así como las empresas y/o valores individuales mencionados, no constituyen una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010, ni una indicación de la intención de comercializar en nombre de Acciones & Valores S.A. cualquiera de los productos que gestiona de cualquier forma. Los pronósticos compartidos fueron contruidos a partir de supuestos sujetos a diferentes condiciones de mercado, de modo que las conclusiones expuestas, así como los análisis que las acompañan no son definitivas. Este documento es de carácter informativo, por lo que no debe ser distribuido, copiado, vendido o alterado sin la autorización expresa de la sociedad. Acciones & Valores S.A., no se hace responsable de la interpretación de dicha información, dado que la misma no comprende la totalidad de aspectos que un inversionista pudiera considerar necesaria o deseable para analizar su decisión de participar en alguna transacción, dado que se presenta de manera abreviada. Es necesario que los inversionistas, para efectos de contar con la total y absoluta precisión, además de considerar su perfil de riesgo, consulten todos los documentos suministrados a través de la página web, así como por las entidades pertinentes. Igualmente, los inversionistas deberán adelantar, por su cuenta, el análisis financiero y legal para efectos de tomar cualquier decisión de inversión. Los valores y números aquí consignados son obtenidos de fuentes de mercado que se presumen confiables tales como Bloomberg, Reuters y los Emisores. Las calificaciones hechas en el informe no deben considerarse como recomendaciones de inversión ni tampoco como sustitutos a las calificaciones dadas por agencias de crédito certificadas tales como Moody's, Fitch o Standard & Poor's; estas calificaciones son únicamente cuantitativas, no incluyen factores cualitativos y dependen de la información financiera disponible en el mercado en el momento de ser preparadas. Las opiniones, estimaciones y proyecciones en este reporte reflejan el juicio actual del autor a la fecha del reporte, y se aclara que el contenido de la información aquí contenida puede ser objeto de cambios sin previo aviso. La remuneración de los autores no está asociada a los resultados del reporte ni a las recomendaciones realizadas. La presentación y cualquier documento preliminar sobre los productos aquí mencionados no constituyen una oferta pública vinculante, por lo cual, tanto la presentación como cualquier otro documento pueden ser complementados o corregidos. © 2023 Acciones & Valores S.A.