

RDA Recibo de Depósito Americano

ADR's American Depositary Receipt

*José Antonio Espinosa Osorio**

RESUMEN

La importancia de los ADR para las empresas radica en que se puede constituir en una modalidad nueva de financiamiento. Además de participar las empresas en el mercado de capitales norteamericano y mejorar su imagen corporativa, incide en la creación de valor para las empresas.

El ingreso al mercado de capitales americano, le permite a las empresas de los países extranjeros tener nuevas alternativas de financiamiento empresarial, con lo cual se amplían las fronteras de sus mercados de capitales.

Palabras clave: ADR's, GDR's, ADS's, SEC, Mercado de Capitales, Mercado de Valores, Mercado no formalizado, Banco Custodio, Banco Depositario, Globalización, Bolsa de Valores, *Underwriting*, Inversionistas Institucionales.

ABSTRACT

The importance of ADR's for companies is that it may constitute a new form of financing. In addition to participating companies in the U.S. capital market and improve its image corporativa, impact on value creation for companies.

Entry into the American capital market, allows companies of foreign countries have new business financing options, which expands the boundaries of their capital markets.

Key words: ADR's, GDR's, ADS's, SEC, Capital Markets, Securities Market, Not formalized Market, Custodian Bank, Trustee Bank, Globalization, Stock Exchange, Underwriting, Institutional Investors.

* Economista, Especialista en Finanzas y Proyectos, Docente Universidad Libre. espincel@metrotel.net.co

Una de las estrategias de financiamiento que han utilizado los empresarios del sector real e instituciones financieras de los países en vía de desarrollo es acudir a los mercados de capitales del exterior a emitir ADR.

Uno de los principales obstáculos de financiamiento que han tenido las empresas ha sido la lenta evolución de los mercados de capitales, debido al bajo volumen de ahorro, que solo es posible incrementarlo si existe una actividad productiva intensa, la cual no se logra si no hay abundancia de capital.

El papel de los mercados de capital y su contribución potencial como agentes de desarrollo es precisamente ayudar a romper este círculo vicioso, canalizando el ahorro interno y externo hacia actividades productivas y comerciales.

Antes de continuar es importante identificar, precisar, diferenciar en qué consisten los ADR.

Los ADR (*American Depositary Receipt*) son certificados que representan la propiedad sobre unas acciones o bonos de una empresa no estadounidense y son emitidos por bancos norteamericanos.

También se pueden definir como unos certificados emitidos en los Estados Unidos de América por un banco depositario, a pedido de una compañía emisora, localizada fuera de este país; a través de un contrato de servicio un inversionista extranjero puede adquirir acciones colombianas mediante la compra de unos ADR, los cuales son recibos negociables emitidos y administrados por un banco extranjero, que amparan las acciones de la empresa emisora.

En todo este proceso además de los ADR es importante identificar qué son los ADS's y el SEC.

ADS: Son acciones que se venden y registran en los Estados Unidos como cualquier otra acción. La única diferencia es que son emitidos con el respaldo de las Acciones de una empresa no estadounidense.

SEC: *Securities and Exchange Commission*. Es la autoridad que regula los mercados de valores estadounidenses.

Un ADR es una buena manera para invertir en empresas extranjeras sin tener que ir a un mercado extranjero para comprarlo.

Un ADR es un valor que representa posesión de una parte de una compañía extranjera, pero en los mercados de los Estados Unidos.

El ADR no es una parte de la compañía, sino es un recibo que demuestra que usted posee esa parte,

pero la acción se deposita en un banco de los Estados Unidos en su nombre. Los ADR se tasan en dólares americanos y pagan sus dividendos en dólares.

La ventaja que un ADR le ofrece al accionista es que permite diversificar su cartera comprando acciones extranjeras. Sin embargo, si usted tuviera que comprar la acción en el país extranjero, necesitaría un corredor extranjero, una cuenta de corretaje extranjera, tendría que convertir sus dólares a la moneda del país y tendría muchas implicaciones con sus impuestos en distintos países. Además en muchos países no le dejan invertir si no es ciudadano o residente.

Los ADR le permite comprar acciones en los Estados Unidos, en una bolsa de los Estados Unidos, en dólares americanos, bajo leyes americanas. Los ADR pueden tener distintos requisitos de información con los SEC, dependiendo en cómo se emiten.

Los ADR surgieron en 1927 en los Estados Unidos para que los inversionistas nacidos en ese país tuviesen la posibilidad de hacerlo en empresas extranjeras a través de los principales mercados de Estados Unidos como son la Bolsa de Nueva York y el Nasdaq, que son el mercado institucional o por fuera de él a través de la OTC (Over The Counter) y así evitar las dificultades asociadas a la negociación de activos denominados en diferentes monedas.

PROCESO DE EMISIÓN, COLOCACIÓN Y OPERACIÓN DE UN PROGRAMA DE ADR

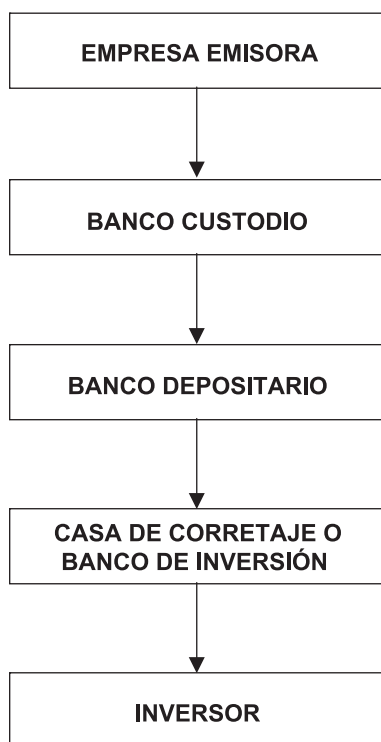


Figura 1. Proceso de emisión, colocación y operación de un programa de ADR

Fuente: Elaboración propia

SOCIEDAD EMISORA: Empresa ubicada en Colombia, cuyas acciones emitidas están representadas por los ADR.

BANCO CUSTODIO: Banco o entidad autorizada de Colombia que se encarga y responsabiliza de custodiar físicamente los valores que estarán representados por los ADR que emite el Banco Depositario.

El Banco Custodio asume la representación de los derechos de los accionistas ante la empresa emisora.

BANCO DEPOSITARIO: Aún cuando no se trata del banco que se encarga físicamente de la guardia y custodia de los valores emitidos por la empresa colombiana, se le denomina así por ser el que emite los ADR y los coloca en el mercado americano, asumiendo la responsabilidad frente a los adquirientes y tenedores posteriores sobre la real existencia de los valores extranjeros representados por los ADR.

CASA DE CORRETAJE O BANCO DE INVERSIÓN: Son los Corredores extranjeros que se encargan de colocar los títulos en manos de los inversores y, de ser necesario, suscriben la oferta, forman el sindicato de compradores, promueven la negociación en el mercado secundario. En este caso se celebra un contrato de *underwriting* con un banco de inversión que opera como agente colocador en el mercado, quien garantiza la total colocación y suscripción de las Acciones.

INVERSIONISTAS: Por lo general son grandes inversionistas norteamericanos, en ciertos casos personas naturales o fondos mutuos o de pensiones nacionales o extranjeras del mercado bursátil o extra-bursátil quienes adquieren los ADR.

Existen cinco tipos de ADR:

- Emitidos sobre Acciones existentes
 - a – Nivel 1
 - b – Nivel 2
- Emitidos sobre Acciones nuevas
 - c – Nivel 3
 - d – Regla 144 A
 - e – Ofertas Global – GDR

NIVEL 1: Corresponde al ADR más sencillo que puede emitir una empresa que quiera hacer parte del mercado estadounidense. Los ADR de este nivel no pueden estar listando en bolsa y deben negociarse sobre el mostrador (OTC). La ventaja de este tipo de ADR es su bajo costo de emisión y mantenimiento.

NIVEL 2: Para este nivel, la compañía debe realizar un reporte financiero anual, siguiendo los paráme-

tros de contabilidad empleados en los Estados Unidos. La ventaja de avanzar a este nivel es que las Acciones pueden ser listadas en una bolsa de valores.

NIVEL 3: Este nivel incluye reglas más estrictas, similares a las que siguen las compañías estadounidenses. Tener un programa de nivel 3 significa que la compañía no solo está tomando alguna de las Acciones para negociarlas en los Estados Unidos, sino que adelanta una emisión con el ánimo de conseguir capital. Adicional a esto debe reportar trimestralmente sus resultados y cualquier información a los inversionistas debe hacerse conocer por medio del SEC, que es la autoridad financiera del mercado estadounidense, equivalente a la Superintendencia Financiera de Colombia.

REGLA 144 A: Oferta privada primaria, al igual que el nivel 3, se refiere a la emisión de nuevas acciones por parte de la empresa. Sin embargo, los ADR no son listados en las bolsas estadounidenses sino que son colocados entre inversionistas institucionales (*Qualified Institutional Buyers* – QIBs).

GDR's: Oferta global. Bajo esta modalidad, la empresa coloca sus acciones en los mercados internacionales, pudiendo hacerlo de forma privada o pública. Generalmente el programa es estructurado como una Regla 144 A en los Estados Unidos y una oferta pública de GDR fuera de los Estados Unidos sin ninguna restricción.

Los GDR's son una variante de los ADR ofrecidos fuera de los Estados Unidos. Se negocian en múltiples mercados en especial en la Bolsa de Luxemburgo.

El proceso de internacionalización por el que están pasando las economías mundiales, sumado al creciente flujo de información financiera, ha hecho que las grandes empresas alrededor del mundo resulten atractivas tanto para los inversionistas locales, como extranjeros. Sería de esperarse entonces que los inversionistas extranjeros recurrieran al mercado local de la empresa en la cual estuvieran interesados. Sin embargo, la distancia entre inversionistas extranjeros y mercados locales, la iliquidez de estos mercados (generalmente su tamaño es mucho menor a los centros financieros internacionales), la posibilidad de que los gobiernos decidan implantar un control de capitales y recibir dividendos en moneda con poca aceptación mundial, dificulta y hace más costosa la inversión. Dichas dificultades han venido incentivando la emisión de ADR dados los beneficios que suponen para inversionistas y emisores.

VENTAJAS DE LA EMISIÓN DE LOS ADR PARA LAS EMPRESAS

- Amplía su base de inversores, incluyendo inversionistas institucionales, lo que es importante, pues mejora la imagen de las empresas, a su vez esta diversificación de inversionistas genera mayor potencial de liquidez, lo que en su momento dado puede aumentar o estabilizar el precio de las acciones.

Representa un mecanismo flexible para aumentar el capital de las empresas y además puede ser un vehículo para posibles fusiones y adquisiciones.

- Aumenta sus fuentes de inversión al tener acceso a recursos del mercado estadounidense.
- Permite a los empleados de filiales en Estados Unidos de compañías no estadounidenses invertir fácilmente en la sociedad matriz.

VENTAJAS DE LA EMISIÓN DE LOS ADR PARA LOS INVERSIONISTAS

- Los ADR generalmente tienen costo de transacción y gastos de custodia menores que los que tendrían cuando adquieren acciones directamente en el mercado extranjero.
- Son una herramienta que permite a inversionistas tener activos en importantes compañías no estadounidenses.
- Representa una fuente importante de diversificación de portafolio.
- Todas las transacciones incluyendo compra de ADR, pagos de dividendos y las ganancias de capital son en dólares.
- Permite a los inversionistas adquirir acciones extranjeras, sin las inquietudes que surgen cuando se realizan transacciones internacionales, relativas a la falta de liquidez y a los movimientos de la tasa de cambio manteniendo los beneficios similares a los que suponen los inversionistas internacionales.

Cabe mencionar que a pesar de todas las ventajas descritas para los inversionistas, no desaparecen los riesgos como las variaciones de la tasa de cambio y los riesgos políticos, económicos y sociales asociados al país de origen de la empresa que emite las acciones. Por su parte, las empresas al tener que regirse por las normas de la SEC, corren un mayor riesgo de tener responsabilidades civiles y penales, y además implica mayores costos de emisión, por otra parte, es posible que aumente la volatilidad del precio de las acciones debido a cambios en las condiciones económicas de los mercados o por las fluctuaciones en las tasas de cambio.

Las empresas que emiten ADR en el exterior buscan ampliar un poco las posibilidades de posicionarse en el mercado extranjero, que en muchas ocasiones se convierte en la llave para colocaciones de otros instrumentos financieros.

Dentro de las oportunidades que generan los ADR están:

- La mayor liquidez.
- La mayor profundidad que se debe traducir en un mayor número y diversidad de sus accionistas.

El ingreso al mercado de capitales americanos, le permite a las empresas de los países extranjeros tener nuevas alternativas de financiamiento empresarial, con lo cual se amplían las fronteras de sus mercados de capitales. La importancia que han tomado estos valores en el mercado bursátil, hace

pensar que pueden ser una buena alternativa de financiamiento para las empresas de los países en vías de desarrollo.

DESARROLLO DE LOS ADR EN AMÉRICA LATINA

La globalización de estos países se ha profundizado durante las últimas décadas con mayores flujos de capital, vínculos más fuertes entre los mercados financieros y mayor presencia comercial de las firmas financieras extranjeras alrededor del mundo.

Un elemento importante de esta tendencia de globalización ha sido la internacionalización de los servicios financieros, es decir, el uso de intermediarios financieros internacionales por parte de los inversores y emisores locales.

Muchas firmas de mercados emergentes registran ahora sus acciones en los mercados globales. Como parte de este proceso de globalización, los *Depositary Receipts*, DR, se han convertido en instrumentos cada vez más populares.

Hay diferentes maneras de registrar las acciones domésticas en los mercados financieros internacionales. Una de ellas es registrar en forma cruzada la acción en otra bolsa de valores. Las compañías europeas tienden a utilizar este método de internacionalización con mayor frecuencia. Una forma muy popular de internacionalización entre las firmas de mercado emergente, ha sido a través de los *American Depositary Receipts* (ADR) o *Global Depositary Receipts* (GDR). Estos son instrumentos derivados denominados en moneda extranjera, emitidos por bancos internacionales, como el Banco de Nueva York o Citibank, que representan títulos valores domésticos en poder de un Custodio Local.

Las firmas y los gobiernos latinoamericanos han participado activamente en los mercados internacionales de acciones y bonos. Esta participación ha sido significativa no solo en términos del P.I.B., sino también en relación con la actividad doméstica de los mercados de bonos y acciones.

La participación de las firmas latinoamericanas en los mercados internacionales de acciones generalmente han tomado la forma de registros cruzados en el mercado de Estados Unidos a través de ADR. La Compañía de Teléfonos de Chile (CTC), fue la primera gran firma latinoamericana en registrar cruzadamente sus acciones en la bolsa de valores de Nueva York en julio de 1990.

Esto fue seguido por una privatización exitosa de teléfonos de México (Telmex) a través de una oferta pública que incluía un tramo ADR en mayo de 1991. La respuesta del inversor a estas ofertas demostró la existencia de una demanda significativa por acciones latinoamericanas en mercados extranjeros, animando a la mayoría de las grandes firmas de la región a buscar un registro cruzado en el mercado de Estados Unidos.

Las firmas latinoamericanas representaban más del 20% del valor total negociado en el mercado ADR en 2005 y algunas firmas regionales, como América Móvil (México), Petrobras (Brasil), y CVRD (Brasil), se encuentran dentro de las negociadas más activamente, excediendo su valor transado los US \$20 mil millones.

La actividad de las firmas latinoamericanas en los mercados de capitales internacionales ha crecido exponencialmente desde principio de 1990. El número de firmas con actividad internacional aumentó de solo 11 en 1990 a 249 en 2000, representando el 18,2% de las firmas totales registradas en los mercados de acciones domésticas.

Las empresas latinoamericanas ampliaron su base de inversionistas, aumentaron su visibilidad en los radares de Wall Street y sus acciones ganaron volúmenes de negociación. Los inversionistas norteamericanos agregaban a sus portafolios instrumentos de la región, sin necesidad de comprar en esas bolsas y hacerlo directamente en su mercado.

Actualmente existen 285 ADR latinoamericanos los cuales están clasificados así:

Brasil	144
México	59
Argentina	36
Chile	20
Colombia	12
Perú	9
Jamaica	2
Bermudas	2
Ecuador	1

Fuente: Bloomberg - Business and Financial News

DESARROLLO DE LOS ADR EN COLOMBIA

El crecimiento que están teniendo las empresas colombianas en el exterior y su interés de ser reconocidas en otros países, están llevando a que cada vez sean más las empresas que se listan a tener ADR.

El tener listadas las acciones en la Bolsa de Nueva York, como se comentó anteriormente, trae muchas ventajas, entre otras el tener una mayor liquidez en los volúmenes de negociación y también una mayor cantidad de información pública, lo cual contribuye a aumentar la transparencia en términos de información, con lo cual los inversionistas pueden realizar una mejor toma de decisiones.

El emitir ADR le permite a la compañía crecer en recursos y por ende, en desarrollo, sin embargo, no se puede olvidar que esto imprime mayor volatilidad a la acción por lo que las pérdidas y ganancias al

acceder a su mercado con mayor volumen de capitales puedan ser drásticas. Esta es una desventaja, además que la acción estará expuesta en mayor medida a las condiciones de los mercados internacionales, por lo que las empresas en algunos casos deciden no estar.

El Banco de Colombia es el emisor colombiano que tiene mayor tradición en la Bolsa de Nueva York, pues está allí desde los 90. La actividad en ADR siempre ha sido seguida por una adquisición de gran magnitud. En 1995 el Banco Industrial Colombiano (BIC) listó sus acciones en Nueva York y dos años después consigue US \$48,9 millones que le permitieron fusionarse con el Banco de Colombia. En el año 2000, Bancolombia volvió a emitir y los recursos le sirvieron para consolidarse.

La acción del Banco de Colombia ya cumplió 15 años de estar negociándose en la Bolsa de Nueva York y se ha convertido en una de las más atractivas para los inversores internacionales.

Su ADR se ha valorizado los últimos 12 meses en un 58,64% al pasar de una cotización de 28,70 dólares a 45,53 dólares.

Los ADR del Bancolombia se encuentran en el nivel 3, lo que indica que el banco puede emitir nuevas acciones en el mercado de Nueva York, con el fin de conseguir nuevo capital.

El precio de un ADR corresponde al precio de las acciones en el mercado local, ajustado por el número de acciones que componen el ADR y multiplicado por el tipo de cambio, por lo que los precios de las acciones en el mercado local y en Estados Unidos. Son muy parecidos, pues cualquier distorsión es arbitrada y corregida rápidamente por inversionistas que tienen acceso a ambos mercados.

Ecopetrol es otra empresa que ve la posibilidad de alcanzar nuevos recursos en las bolsas del exterior y tener una mayor visibilidad de los inversionistas internacionales. Actualmente los ADR de dicha empresa están en el nivel 2, lo que indica que puede listar sus acciones en la Bolsa de Nueva York, sin necesidad de emitir.

Normalmente los administradores del programa suelen establecer una equivalencia entre las acciones locales y el ADR con el objetivo de que la acción negociada no se convierta en una *penny stock*, es decir, en una acción de precio muy bajo en la que algunos inversionistas son reacios a invertir debido a la alta volatilidad que normalmente suelen tener.

En el caso de Ecopetrol esta equivalencia es de 20 a 1, es decir, 20 acciones ordinarias por un ADR. En otras compañías colombianas que actualmente poseen ADR, como Bancolombia y Éxito, esta equivalencia es de 4 a 1 y 1 a 1. En el caso de ISA es de 25 a 1 y en Corficolombiana es de 2 a 1.

Actualmente las empresas colombianas con ADR en Estados Unidos ascienden a 12 y su nivel es el siguiente.

Tabla 1. Empresas colombianas con ADR en Estado Unidos

EMPRESAS	TIPO ADR's (NIVEL)
Banco de Colombia	III
Ecopetrol	II
Davivienda	I
Grupo Aval	I
Grupo Sura	I
Corficolombiana	I
Interbolsa	I
Isa	I
Isagen	I
Cementos Argos	I
Nutresa	I
Almacenes Éxito	I

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

Como se puede observar la inmensa mayoría de las empresas colombianas están en el nivel I, lo que nos indica que están interesadas en tener presencia en Wall Street, pero que aún no quieren transar sus acciones en bolsas, sino en el mercado mostrador. Ellas deben cumplir con requisitos mínimos de notificación de información y están sujetas a la supervisión de la SEC (*Securities and Exchange Commission*).

Lo anterior nos indica que nuestro mercado de capitales es pequeño y que son muy pocas las empresas que logran estar en las bolsas internacionales.

CONCLUSIONES

El panorama que se observa en los países en vía de desarrollo es lo reducido de sus mercados de capitales, estos se caracterizan por su poca liquidez, su poca profundidad, lo altamente concentrados, en donde priman los títulos valores emitidos por el Gobierno.

Una empresa que desea expandirse y necesita de capital, en un entorno como ese, no lo puede llevar a cabo. Por eso acude a mercados financieros más desarrollados como el de Estados Unidos a través de los ADR. Pero esto no es lo común en las empresas latinoamericanas y en especial Colombia que solo participa con 12.

Las empresas que emiten ADR en el exterior lo que tratan es de posicionarse en el mercado extranjero, buscando mayores recursos de financiamiento y así poder llevar a cabo proyectos de inversión.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ACEVEDO, Nicolás; FLEISMAN, Daniela; MONTOYA, Angélica y MORA, Andrés. Generalidades de los ADR: Un estudio de caso sectorial para empresas de Colombia, México, Brasil y Chile. *Revista Ecos de Economía* N° 31-2010, Eafit Ediciones.

BNY. Bank of New York Mellon. Recibos de depósito; Creación de valor en los mercados emergentes, 2007.

DE LA TORRE, Augusto y SCHMUKLER, Sergio I. *Mercado de capitales emergentes y globalización*. Banco Mundial. Washington: Mayol Ediciones, 2008.

NÚÑEZ, Georgina; ONETO, Andrés y DE PAULA, Germano M. *Gobernanza corporativa y desarrollo de mercados de capitales en América Latina*. Corporación Andina de Fomento, mayo, 2009.

Revista *Dinero* N° 391-2012.

www.grupobancolombia.com

www.ecopetrol.com.co