

# DOCUMENTO TÉCNICO

## Modificaciones a normas del mercado de valores

Ana María Prieto Ariza<sup>a</sup>, Camilo José Hernández<sup>b</sup>, Mariana Aya<sup>c</sup>, Camila Gamba-Tiusabá<sup>c</sup>  
y Alexander Guerrero<sup>c</sup>

<sup>a</sup>Subdirectora de Desarrollo de Mercados

<sup>b</sup>Subdirector de Regulación Prudencia

<sup>c</sup>Aseñores

### Resumen

El Gobierno nacional tiene dentro de sus objetivos de política la promoción del mercado de capitales, su profundización y desarrollo, en el entendido que este es un elemento necesario para un mayor crecimiento y bienestar social.

El presente documento técnico y su proyecto de decreto, contiene una serie de propuestas que buscan promover eficiencias en el mercado de capitales, fomentar el acceso de nuevos emisores a fuentes de fondeo alternativos, tales como la emisión de deuda por parte de los fondos de inversión colectiva cerrados, ampliar los productos de inversión al alcance de los diferentes tipos de inversionistas y el levantamiento de algunas prohibiciones las cuales pueden ser tratadas como conflictos de interés, y en esa medida ser gestionadas y reveladas al mercado.

## 1. INTRODUCCIÓN

El Documento de Política Pública para un mayor Desarrollo del Sistema Financiero emitido en el año 2020 por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público señala de manera particular la necesidad de que Colombia cuente con un mercado de capitales y un sistema financiero robusto y dinámico, acorde con el contexto de transformación digital y tecnológico, que sirva como motor de crecimiento económico y generador de bienestar social.

Así mismo, señala que en el marco de la emergencia ocasionada por la pandemia del COVID 19, el mercado de capitales y el sistema financiero son un aliado fundamental para articular esfuerzos que permitan contrarrestar los efectos económicos y reactivar la capacidad productiva de la sociedad.

Sin perjuicio de lo anterior, en el año 2019 se adelantó la Misión del Mercado de Capitales, la cual tuvo como objetivo realizar un diagnóstico del estado actual del mercado y elaborar recomendaciones para dinamizarlo.

Una de las bases utilizadas para la construcción del documento de política fue las conclusiones y recomendaciones de la Misión del Mercado de Capitales, donde se menciona que el mercado colombiano se encuentra rezagado en tamaño, profundidad, liquidez y acceso de nuevos participantes.

El informe de la Misión del Mercado de Capitales - 2019 menciona que: *“...la participación de nuevos inversionistas debe incrementarse, y el abanico de riesgos disponibles se debe extender. En Colombia tanto el lado de la oferta como el lado de la demanda es poco profundo. Se observan muy pocas emisiones, en un acotado universo de activos, y los demandantes son escasos. La oferta de instrumentos financieros se debe expandir. En este sentido, se debería buscar un entorno en el que todos los tipos de riesgos puedan ser atendidos por el mercado de capitales”*.

En este contexto de promoción de un mercado de capitales cada vez más eficiente, dinámico y profundo, con la participación de nuevos emisores y el mayor acceso a inversionistas de diferente tipo, el presente documento técnico y su correspondiente proyecto de decreto, establece una serie de modificaciones de temas puntuales buscando el cumplimiento de dichos objetivos.

En este sentido, se presentan una serie de propuestas buscando promover eficiencias en los mecanismos de financiamiento con los que cuentan los fondos de inversión colectiva cerrados apalancados, y en esta medida se autoriza su acceso como emisores de bonos en el mercado de capitales; esta propuesta termina impactando de manera directa la disponibilidad de productos en el mercado de valores y amplía las posibilidades de inversión por parte de los diferentes demandantes del mercado.

De la misma manera, la propuesta busca promover eficiencias y levantar algunas barreras regulatorias, por lo tanto se hacen modificaciones relacionadas con la

ampliación de los plazos de las operaciones del mercado monetario cuando la Cámara de Riesgo Central de Contraparte se interponga como contraparte directa y administre la compensación y liquidación de dichas operaciones, la posibilidad de invertir en proyectos de financiación colaborativa por parte de accionistas con participaciones inferiores al 5%; se aborda la posibilidad de compensar y liquidar de las operaciones que hayan sido registradas en las bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros commodities; y por último, se aclara la numeración de unos artículos del Decreto 151 de 2021 sobre la información a revelar por parte de los emisores de valores.

Así las cosas, el documento tiene cuatro secciones, la primera contiene la presente introducción, a continuación, se presenta de manera breve un contexto del mercado, la tercera sección presenta los antecedentes, justificaciones y propuestas y una sección donde se desarrolla la bibliografía utilizada para este documento y su proyecto de decreto.

## 2. CONTEXTO DEL MERCADO

Dentro de las líneas de acciones definidas en el Documento de Política Pública para un mayor Desarrollo del Sistema Financiero, se encuentran aspectos relacionados con la profundización del mercado capitales, en temas particulares como la ampliación de la oferta de productos, mayor número de emisores con acceso a fuentes de fondeo alternativas, la expansión de la base de inversionistas y el desarrollo de nuevos productos acordes con los perfiles riesgo – retorno de los inversionistas.

En este contexto la propuesta permite abordar varios de estos temas al facultarse a los fondos de inversión cerrados a apalancarse mediante la emisión de deuda, con lo cual se amplían las posibilidades de inversión para los diferentes tipos de inversionistas.

Los Fondos de Inversión Colectiva en el país han tenido un comportamiento creciente en la última década, si se compara el número y los activos administrados en este tipo de vehículos, así como el número de inversionistas con participaciones, con lo cual se puede señalar que los FIC son un mecanismo importante para la profundización del ahorro y de la inversión en el mercado de capitales.

En la tabla 1 se presentan la evolución de los activos bajo administración en los fondos de inversión colectiva por tipo de sociedad administradora, con el fin de mostrar su dinámica en los últimos 15 años.

**Tabla 1. AUM en FIC por tipo de sociedad administradora**

Soc. Adm	2005	2010	2015	2018	2020
SF	12,6	23,6	42,6	71,7	76
SCB		4,7	13,3	24,5	33,3
SAI			0,5	1	0,9

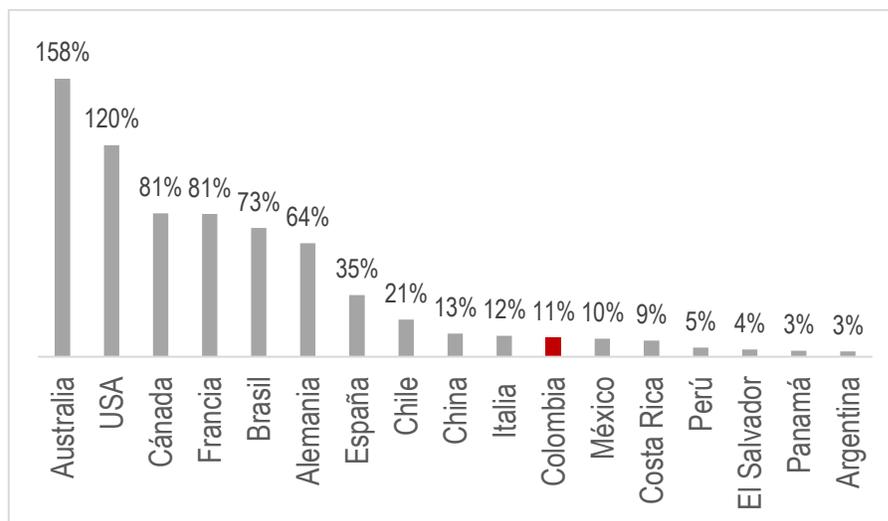
Fuente SFC.

Valores en billones de pesos.

Los FICs a diciembre de 2020 administran recursos por un valor superior a los 110 billones de pesos. Su dinámica de crecimiento permite concluir sobre su importancia en el mercado de capitales colombiano y su mayor participación dentro de las alternativas de inversión y como un mecanismo de levantamiento de recursos para el desarrollo de diferentes proyectos productivos.

Sin perjuicio del avance de este vehículo de inversión colectiva, la industria de los FICs en Colombia todavía es incipiente si se compara con otros países de la región y del mundo,

### Gráfica 1. Profundización de vehículos de inversión colectiva 2020



Fuente: Valor de los vehículos de inversión colectivos EFAMA y PIB base de datos del BM.

Se observa que la industria de los fondos de inversión colectiva en Colombia tiene un potencial de desarrollo importante si se comparan con algunos de nuestros pares y de economías en desarrollo, y en este sentido promover un apalancamiento más eficiente de estos vehículos, habilitándoles a los autorizados legalmente, la entrada al canal desintermediado, mediante la emisión de deuda, puede terminar impactando de manera positiva dicha industria, a los proyectos relacionados y a la economía local en general.

Adicional a lo anterior, la ampliación de los productos en el mercado tendrá un efecto positivo para los diferentes inversionistas personas naturales y jurídicas que participan en el mercado, al tener más opciones de inversión acordes con sus perfiles de riesgo.

En cuanto a las operaciones del mercado monetario y de acuerdo con la información que se encuentra registrada en la página de internet del Banco de la República, en la actualidad priman las operaciones de corto plazo, repo a un día overnight y con plazos entre 1 y 14 días, realizadas por bancos comerciales, corporaciones financieras, compañías de financiamiento y entidades financieras especiales.

Sin perjuicio de lo anterior, se considera que la ampliación del plazo de las operaciones permitirá que los agentes del mercado tengan más alternativas de financiación y de acceso a liquidez, de acuerdo con los plazos y planes estratégicos de sus negocios, y teniendo riesgos acotados en la medida que las operaciones se desarrollen teniendo como .

### 3. TEMAS Y PROPUESTAS DE MODIFICACIONES.

En la presente sección se hará un breve análisis de las propuestas de modificación, la situación normativa vigente y las necesidades que dieron origen a las mismas:

#### 3.1. FIC cerrados como emisores de bonos

Las normas vigentes en el Decreto 2555 de 2010, permiten que los fondos de inversión colectiva puedan adelantar operaciones de apalancamiento mediante la consecución de créditos para el desarrollo de sus políticas y objetivos de inversión.

La propuesta que se desarrolla en esta sección del documento busca ampliar las fuentes de apalancamiento con las que cuentan los fondos de inversión colectiva cerrados, permitiendo que estos, cumpliendo los requisitos generales, accedan al mercado desintermediado mediante la emisión de deuda, que será colocada mediante oferta pública, previa autorización de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Esta posibilidad de ser emisores de valores, les faculta para acceder a un nuevo canal de financiación con condiciones complementarias a las del mercado bancario, permitiendo tener un mejor calce en tasa y plazos - fondeo en corto, mediano y largo plazo - con lo cual se impacta de manera positiva al vehículo, a sus inversionistas al promover una mayor eficiencia en sus esquemas de financiamiento y de manera directa, al mercado de valores en el país, al ampliarse el número de emisores y que los inversionistas cuenten con mayores posibilidades de invertir y diversificar sus riesgos, dentro de un marco normativo homogéneo.

Un elemento adicional a considerar es el fortalecimiento del gobierno corporativo de los fondos de inversión colectiva por ser emisores de valores, en la medida que deben cumplir con requisitos generales para poder participar en el mercado de capitales.

Como se observa, la propuesta tiene un impacto importante para la profundización del mercado de capitales en el país, al ampliar la oferta de emisores en el mercado, y que más inversionistas, tanto retail, como profesionales e institucionales, puedan contar con una mayor cantidad de papeles acordes con sus niveles de preferencia al riesgo.

Para dar viabilidad a dicha fuente de fondeo, la propuesta amplia las operaciones que tienen naturaleza de apalancadas, así como que se señalan algunos puntos particulares para los fondos como emisores de deuda, relacionados con la duración

de los mencionados papeles, la cual no puede ser superior a la duración del fondo. En cuanto al límite de apalancamiento, este sigue la regla general de las operaciones de apalancamiento – 100% del valor del patrimonio del vehículo, entre otras.

La propuesta también establece que el comité de inversión del fondo de inversión colectiva deberá autorizar cada emisión de bonos que vaya a realizar el fondo, con el fin de que de naera adecuada se estudie y autorice la necesidad y viabilidad de que cada fondo realice una emisión de bonos ene le mercado de valores.

Por último, la posibilidad de emisiones de deuda por parte de los fondos de inversión cerrados deja a este vehículo en iguales condiciones que los fondos de capital privado, los cuales fueron autorizados a emitir deuda mediante el Decreto 1984 de 2018. Este último vehículo que tiene una naturaleza jurídica similar, al ser cerrados y similitudes en esquemas y objetivos de financiación. De la misma manera, se hacen precisiones relacionadas con conflictos de interés de las sociedades administradoras, su matriz y subordinadas para la adquisición de los valores emitidos por los fondos.

### 3.1.1. Experiencia internacional

Con el fin de conocer experiencias en otros mercados de la posibilidad que los fondos o vehículos de inversión colectiva puedan emitir participaciones y deuda, a continuación, se hace un breve resumen de la jurisprudencia:

#### **México**

En México, uno de los vehículos de inversión colectiva que ha tenido mayor desarrollo en los últimos años son los Fideicomisos de Inversión en Bienes Raíces (FIBRAS), los cuales tienen como objetivo recaudar recursos en bolsa para conformar portafolios de propiedades inmobiliarias<sup>1</sup>.

Las condiciones generales para constituir FIBRAS se encuentran establecidas en los artículos 187 y 188 de la Ley del impuesto sobre la Renta, en los cuales se señalan los tipos de inversionistas, activos sujetos de inversión, condiciones de gobierno corporativo, y políticas de apalancamiento entre otras.

Las FIBRAS tienen autorizada la posibilidad de emitir deuda en el mercado de capitales mexicano y en los últimos años han sido importantes sus emisiones de bonos, principalmente en el segmento sostenible (verdes)<sup>2</sup>, con lo cual han buscado financiar proyectos que tienen beneficios ambientales y climáticos, así como para pagar parte de su apalancamiento a través del canal bancario.

---

<sup>1</sup> <https://amefibra.com/conoce-las-fibras/como-constituir-fibras-inmobiliarias/>

<sup>2</sup> <http://realestatemarket.com.mx/noticias/mercado-inmobiliario/33437-fibras-tienen-el-42-del-mercado-de-bonos-verdes>

En este contexto, los vehículos de inversión colectiva en México, y en caso particular las FIBRAs, pueden apalancarse mediante canales tradicionales o acceder al mercado de capitales y levantar recursos mediante la emisión de deuda.

## Chile

En Chile, los fondos de inversión pueden apalancarse mediante la emisión de equity o la emisión de bonos en el mercado de capitales.

De acuerdo con las estadísticas de la Comisión para el Mercado Financiero - CMF<sup>3</sup>, los fondos que van en mayor medida al mercado con emisiones de deuda son los inmobiliarios y sus objetivos principales son la sustitución de pasivos y el financiamiento de inversiones.

Adicional a las anteriores experiencias, en Estados Unidos los REITs (Real Estate Investment Trust), los cuales se clasifican dentro de los vehículos colectivos de inversión tiene la posibilidad de emitir bonos para desarrollar los objetivos establecidos en sus políticas de inversión.

Con la anterior experiencia internacional como base, se puede concluir que los vehículos de inversión colectiva tienen la posibilidad de fondearse mediante la emisión de participaciones, así como solicitar apalancamiento en los canales tradicionales y en el mercado de capitales, mediante la emisión de deuda, principalmente bonos.

Lo anterior genera eficiencias al interior de los vehículos y profundiza la oferta de productos en el mercado de capitales, en este sentido se considera viable su adopción en la regulación financiera colombiana, con reglas claras sobre su constitución, emisión, conocimiento de los inversionistas, conflictos de interés, entre otras.

### 3.2. Plazo de las operaciones del mercado monetario

En Colombia, las operaciones del mercado monetario típicamente han tenido como objetivo la financiación de corto plazo por parte de inversionistas. Estas operaciones permiten convertir activos en instrumentos líquidos y con niveles de riesgo relativamente bajos.

Las operaciones del mercado monetario se clasifican en operaciones de repo – repo, simultaneas y transferencias temporales de valores y los principales activos que se utilizan son títulos de deuda pública - TES, CDTs, bonos y papeles comerciales.

Actualmente las normas contenidas en el Decreto 2555 de 2010 establecen que el plazo de las operaciones del mercado monetario no podrá ser superiores a un año contado desde la celebración de la misma.

---

<sup>3</sup> <https://www.cmfchile.cl/portal/estadisticas/617/w3-propertyvalue-26192.html>

Sin perjuicio de lo anterior, se ha revisado la experiencia internacional con el fin de determinar la existencia de estos plazos en otras jurisdicciones y si el levantamiento de este límite puede profundizar el uso de estos instrumentos como mecanismos de liquidez y financiación. Dicha posibilidad de tener plazos superiores al año se acota a las operaciones en las cuales se interpone una cámara central de riesgo de contraparte, con lo cual se mitigan los riesgos propios de la operación.

### 3.2.1. Experiencia internacional

Con el objetivo de conocer experiencia internacional sobre el plazo de las operaciones en el mercado monetario, se hizo una revisión de jurisprudencia en países de la región, en Estados Unidos, España entre otros, encontrándose lo siguiente:

País	Plazo
Estados Unidos	Sin plazo
Perú <sup>4</sup>	1 año
España	Contrato marco sin plazo
Malasia	5 años

Como se observa en la anterior tabla existe una diversidad de plazos para el desarrollo de las operaciones del mercado monetario. Estados Unidos, España y Malasia presentan plazos amplios para el desarrollo de este tipo de operaciones, con lo cual se promueve el uso del instrumento para fines de liquidez, pero también como un instrumento eficiente de fondeo en el corto y mediano plazo.

### 3.3. Bolsas de bienes y productos agropecuarios

La propuesta que se establece en esta sección del documento permite promover eficiencias y transparencia al mercado, en la medida que las operaciones que hayan sido registradas en una bolsa de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros commodities en su calidad de administradora de un sistema de registro de operaciones podrán ser objeto de compensación y liquidación a través de dichas bolsas en su calidad de administradoras de estos sistemas. Esto podrá realizarse siempre las operaciones que se hayan registradas se realicen sobre productos que puedan ser transados en dichas bolsas.

<sup>4</sup> <https://www.bvl.com.pe/productos/inversionistas/operaciones-de-reporte>

Las anteriores condiciones y la posibilidad de compensar y liquidar estas operaciones en las bolsas de bienes y productos agropecuarios permiten generar eficiencias, transparencia y un mayor uso de la infraestructura establecida en los diferentes mercados.

### 3.4. Prohibiciones en la actividad de financiación colaborativa

Mediante el Decreto 1357 de 2018, el Gobierno nacional reglamentó la actividad de financiación colaborativa (crowdfunding), con el objetivo de viabilizar el acceso a productos de financiamiento por parte de ciertos sectores de la economía que tienen necesidades particulares en este frente, tales como las pequeñas y medianas empresas (pymes) y establecer un marco regulatorio para el funcionamiento de las plataformas que desarrollan dicha actividad.

En este decreto, se establecen reglas sobre revelación de información, estándares operativos y de funcionamiento de la infraestructura que la actividad conlleva, los mecanismos de protección de receptores y aportantes de las financiaciones, así como reglas de prevención de lavado de activos y administración de conflictos de interés, entre otros.

Sobre las prohibiciones de las entidades que realizan la actividad de financiación colaborativa, en el artículo 2.41.2.1.3 de Decreto 2555 de 2010, se establece entre otras cosas que:

*“Artículo 2.41.2.1.3 Prohibiciones. Las entidades que realicen la actividad de financiación colaborativa no podrán:*

...

*4. Otorgar préstamos, créditos o cualquier otro tipo de financiamiento a los aportantes o receptores, o actuar como aportante en los proyectos que se promuevan o financien a través de la misma entidad.*

*Las prohibiciones establecidas en el presente artículo serán extensivas a los accionistas, administradores y demás funcionarios de la entidad.*

De acuerdo con lo anterior, existe una prohibición expresa para que los accionistas, administradores y demás funcionarios de las plataformas puedan invertir en los proyectos que se promueven o financien a través de la plataforma.

La propuesta busca precisar esta norma cuando la actividad sea desarrollada por las bolsas de valores y los sistemas de negociación o registro de valores autorizados por la Superintendencia Financiera de Colombia, en estos eventos los accionistas que posean menos del 5% de la propiedad de las mencionadas entidades podrán actuar como aportantes en los proyectos que se promuevan o financien a través de estas plataformas. Lo anterior, debe estar acompañado de reglas claras sobre conflictos de interés, gestión de riesgos y administración de información, que se definan en los reglamentos de la infraestructura.

### 3.5. Numeración del Decreto 151 de 2021 – Información relevante de emisores de valores

En el proyecto de decreto se está haciendo una claridad sobre dos artículos que cuentan actualmente con el mismo número, los cuales se relacionan con la información relevante a cargo de los emisores de valores.

Así las cosas, se precisa que el Artículo 5.2.4.2.3. hace relación al informe periódico trimestral que deben divulgar los emisores a través del Registro Nacional de Valores y Emisores; mientras que el artículo 5.2.4.2.4, establece la obligación de revelar la información periódica por los mecanismos propios de divulgación del mercado, de manera previa o concomitante con la publicación en otros canales del emisor.

Lo anterior permite darle un marco regulatorio más claro y preciso a los emisores de valores, a los inversionistas, y a los demás grupos de interés sobre la materia.

## 4. BIBLIOGRAFIA

- Decreto 2555 de 2010
- <https://amefibra.com/conoce-las-fibras/como-constituir-fibras-inmobiliarias/>
- Basel Committee on Banking Supervision. (2014). The standardised approach for measuring counterparty credit risk exposures.
- [www.bvl.com.pe/productos/inversionistas/operaciones-de-reporte](http://www.bvl.com.pe/productos/inversionistas/operaciones-de-reporte)
- Comité de Supervisión Bancario de Basilea. (2017). Finalización de las reformas poscrisis

- [www.cmfchile.cl/portal/estadisticas/617/w3-propertyvalue-26192.html](http://www.cmfchile.cl/portal/estadisticas/617/w3-propertyvalue-26192.html)
- <http://realestatemarket.com.mx/noticias/mercado-inmobiliario/33437-fibras-tienen-el-42-del-mercado-de-bonos-verdes>