

# DOCUMENTO TÉCNICO

## Promoción del mercado de capitales

Ana María Prieto Ariza<sup>a</sup>, Mariana Aya Guerrero<sup>b</sup>, Diana Carolina Mesa<sup>b</sup> y Henry Alexander Guerrero<sup>b</sup>

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

Unidad de Regulación Financiera  
Bogotá D.C., Colombia, febrero de 2022

### Resumen

Considerando que la construcción de capital de largo plazo es un motor fundamental del crecimiento y desarrollo económico, uno de los objetivos estratégicos establecidos en la Política para un Mayor Desarrollo del Sistema Financiero de 2020 es promover la transformación eficiente del ahorro en inversión. En este frente, el gobierno nacional ha planeado y ejecutado diversas modificaciones normativas que pretenden generar estímulos a la oferta y demanda de los productos, así como eficiencias a las infraestructuras del mercado de capitales.

El proyecto de decreto al que acompaña este documento tiene por objeto seguir contribuyendo al objetivo antes mencionado a través de: i) la ampliación de la demanda recurrente sobre activos del mercado público y en esa línea se proponen modificaciones al mecanismo de formadores de liquidez; ii) se busca promover la estructuración de diversos tipos de fondos de inversión colectiva, por lo que se revisa algunas condiciones de creación y liquidación de éstos vehículos, y por último; iii) se continúa con el proceso de integración regional de las infraestructuras del mercado de capitales buscando alcanzar eficiencias operativas y financieras.

Sin perjuicio de las propuestas presentadas por la URF en este proyecto de decreto, se invita a los interesados a participar en la etapa de comentarios abierta entre 25 de febrero hasta el 17 de marzo del año en curso proponiendo aquellas iniciativas que consideren aportan al fortalecimiento del mercado de capitales.

## CONTENIDO

<b>1. INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>3</b>
<b>2. TEMAS Y PROPUESTAS DE MODIFICACIONES.....</b>	<b>4</b>
2.1. Integración de infraestructuras.....	4
2.2. Formadores de liquidez.....	4
2.3. Monto mínimo de constitución de FIC.....	7
<b>3. BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>10</b>

## 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.

Para alcanzar dicho objetivo se plantearon en la política pública diversos frentes de trabajo entre los que se encuentran la promoción de la transformación eficiente del ahorro en inversión para lo que se plantearon estrategias profundas de arquitectura que se ejecutarán por completo en el mediano plazo y se inició un proceso de identificación de necesidades que en el corto plazo contribuyeran a estimular la entrada de nuevos inversionistas, ampliación en la oferta de instrumentos de inversión y a generar eficiencias en las infraestructuras de mercado.

En esta línea, se expidió al inicio del año en curso el Decreto 053 que facilita el proceso de integración regional de las infraestructuras del mercado de capitales, con el fin de obtener mayores eficiencias, economías de escala, reducción de costos y en general mejoras operativas, lo anterior siguiendo tendencias observadas en otras regiones y se pretende fortalecer en esta ocasión esta iniciativa.

De otro lado, y con el fin de que la activación de la demanda se traduzca en liquidez del mercado, la URF considera pertinente promover el uso de desarrollos tecnológicos y la participación de nuevos agentes especializados en trading, los cuales han tenido impactos importantes en las actividades de creación de mercado y formación de liquidez en otras jurisdicciones.

Por último, en aras de contribuir a la ampliación de la oferta de instrumentos de inversión, se siguen desarrollando alternativas tendientes a promover el desarrollo de vehículos de inversión colectiva, y es así como los montos mínimos de constitución pasan de tener un piso establecido de forma regulatoria, a ser definidos en los reglamentos de acuerdo con la función económica que va a desarrollar el fondo.

En la sección siguiente se presentan tanto las bases de análisis de los temas anteriormente mencionados, así como las propuestas de modificación normativa que estará disponible para comentarios del público del 25 de febrero al 17 de marzo del año en curso.

## 2. TEMAS Y PROPUESTAS DE MODIFICACIONES.

En la presente sección se presentan los principales elementos de análisis de las propuestas de modificación, la situación normativa vigente y las necesidades que dieron origen a las mismas:

### 2.1. Integración de infraestructuras

La integración regional de los mercados de capitales y de las infraestructuras busca contar con mercados más desarrollados, líquidos y profundos, así como la generación de sinergias y economías de escala, la reducción de costos, la mejora en los procesos operativos, un mercado más amplio para el ofrecimiento de productos por parte de empresas y proyectos que buscan alternativas de fondeo y mayores opciones de inversión para los diferentes agentes del mercado.

Mediante la expedición del Decreto 053 del 20 de enero de 2022, se introdujeron disposiciones normativas con el fin de facilitar el proceso de integración regional de las infraestructuras del mercado de capitales, lo cual en términos generales responde a una tendencia internacional de integración corporativa, cuyo objetivo es promover eficiencias y competitividad del mercado local frente a mercados de valores más desarrollados o integrados.

El mencionado decreto autorizó a los establecimientos de crédito para invertir en el capital de las sociedades matrices nacionales o internacionales resultantes de la integración de bolsas de valores. Teniendo en cuenta lo anterior y con el fin de continuar contribuyendo a la construcción de un marco normativo propicio para la integración de los mercados, se permite que las sociedades fiduciarias y las sociedades comisionistas de bolsa, sean inversionistas en el capital de la sociedad matriz resultante de la integración.

En el caso de las sociedades fiduciarias, la norma se expide con base en las facultades que otorga el numeral 1 del artículo 110 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, el cual permite autorizar por medio de normas de carácter general la participación de dichas entidades en el capital de otras sociedades.

En lo relacionado con las sociedades comisionistas de bolsa, la norma se expide con base en las facultades de intervención en el mercado de valores establecidas en el literal c) del artículo 4 de la ley 964 de 2005, según la cual el gobierno Nacional está facultado para establecer por medio de normas de carácter general la regulación aplicable a las entidades vigiladas por la antigua Superintendencia de valores y de manera específica su régimen e inversiones.

### 2.2. Formadores de liquidez

Uno de los elementos esenciales para contar con un mercado de capitales desarrollado, profundo y eficiente es que el mismo cuente con liquidez, lo cual permite una mayor rotación de los activos del mercado, una mejor formación de precios, se amplifica la confianza de los inversionistas en el mercado y permite que estos puedan desarrollar de mejor manera sus estrategias de compra y venta de activos financieros.

Es así como en la regulación financiera colombiana, Decreto 2555 de 2010, se cuenta con la figura de los formadores de liquidez, actividad ejercida por las sociedades comisionistas de bolsa, según la cual se permite a estas entidades intervenir de manera continua en las ruedas o sesiones de los sistemas de negociación de valores, formulando posturas u órdenes de venta o de compra en firme, con el objeto de otorgar liquidez a los valores.

Los programas adelantados por los formadores de liquidez generan una serie de beneficios al mercado<sup>1</sup>, tales como:

- Incrementar la liquidez y contribuir a la profundidad del mercado.
- Proteger a los inversionistas minoritarios facilitando los mecanismos de salida del mercado.
- Fomentar la eficiencia del desempeño de las acciones y de manera especial las emisiones primarias de valores de renta variable.
- Consolidar el mercado colombiano como un mercado elegible y de calidad a nivel internacional.
- Evidencia en otros mercados de una estabilidad en los precios y reducción del spread.

Actualmente el Decreto 2555 de 2010 establece dos mecanismos para el desarrollo de las actuaciones y operaciones de los formadores de liquidez, la primera, utilizando los recursos propios de la sociedad comisionista de bolsa, y la segunda empleando fondos provenientes del emisor, mediante un contrato entre las partes.

De acuerdo con la información disponible en el mercado, se observa que la figura no ha sido utilizada de manera masiva por los distintos agentes autorizados, no se encuentran emisores que hayan colocado recursos para el desarrollo de programas y las sociedades comisionistas de bolsa con sus recursos propios han impulsado entre dos y cuatro programas, algunos de estos utilizando herramientas tecnológicas automatizadas para la colocación de puntas en los sistemas de negociación.

Una vez analizado el contexto actual regulatorio de la figura de formador de liquidez y la situación actual de mercado, se procede a continuación a presentar de manera breve alguna experiencia internacional y desarrollos recientes de la figura.

## IOSCO

En agosto del 2020, el BOARD del International Organization Of Securities Commissions (IOSCO por sus siglas en inglés) publicó un documento de trabajo<sup>2</sup> sobre la introducción de nuevas tecnologías en el mercado de capitales, cambios en las formas que se proporciona liquidez y de la participación de nuevos agentes que asumen el rol de formadores de liquidez.

En el citado documento se menciona los siguiente:

---

<sup>1</sup> BVC. Guía de Formadores de Liquidez

<sup>2</sup> IOSCO Liquidity Provision in the Secondary Markets for Equity Securities. Agosto del 2020

*“Los proveedores de liquidez de mercado en algunas jurisdicciones han evolucionado desde especialistas en intercambio o creadores de mercado hacia entidades de comercio electrónico automatizado (o empresas de trading) que utilizan modelos comerciales algorítmicos de baja latencia. Estas entidades generalmente acceden al mercado ya sea directamente o como clientes de corredores autorizadas y puede participar en múltiples centros de negociación comercializando una variedad de productos.*

*Además, en algunas jurisdicciones, la creación de mercado ha evolucionado aún más, a medida que los avances en inteligencia artificial y aprendizaje automático le permite a los participantes mejorar la liquidez de un mayor número de valores. Si bien muchos lugares de negociación continúan utilizando especialistas formales o creadores de mercado, los cambios tecnológicos y regulatorios han permitido que otros participantes del mercado negocien en una manera similar a los creadores de mercado para proporcionar cantidades significativas de liquidez en mercados secundarios de valores.” (traducción)*

Como se observa, la introducción de nuevas tecnologías y la participación de nuevos agentes del mercado que se especialicen en el desarrollo de actividades encaminadas a proporcionar liquidez, son una tendencia en diferentes jurisdicciones. Los creadores de mercado tradicionales vienen siendo complementados por nuevos agentes y entidades especializadas en dar liquidez al mercado, que se caracterizan por el uso de modelos algorítmicos e inteligencia artificial.

En el documento de IOSCO se establecen los temas que los reguladores podrían considerar como elementos clave de los programas de creación de mercado y que se generan como desafíos de estos avances en la actividad:

- El registro o el rol formal otorgado a los creadores de mercado y las obligaciones que se les imponen.
- Equilibrio de obligaciones y prestaciones.
- Seguimiento del cumplimiento de las obligaciones.
- Divulgación pública sobre programas de creación de mercado.

En conclusión, el documento de IOSCO señala los avances en la figura de creadores de mercado y proveedores de liquidez, la participación de nuevos agentes y aspectos que deben ser considerados por los reguladores.

Un punto adicional para considerar del documento de IOSCO es el tipo de participantes en el desarrollo de la figura:

*“Los programas de creación de mercado en muchas jurisdicciones restringen la participación a miembros directos de los sistemas de negociación, mientras que otras jurisdicciones indican que los clientes patrocinados pueden participar como creadores de mercado. En jurisdicciones donde los clientes patrocinados pueden actuar como creadores de mercado, existen requisitos relacionados con esta participación, que normalmente requieren la autorización por parte del sistema de negociación.”*

Es así como los nuevos agentes y entidades que participan en el mercado lo pueden hacer de manera directa o indirecta a través de las entidades autorizadas, tales como las sociedades comisionistas de bolsa. Por último, estas entidades deben contar con recursos propios para el desarrollo de los programas.

## Europa

En Europa, la actividad de formación de liquidez tiene diferentes estructuras definidas en el marco de MIFID II. Generalmente esta actividad es desarrollada por las empresas de servicios de inversión, las cuales deben comprar y vender un valor en particular de forma regular y continua mediante la publicación o ejecución de órdenes a un precio cotizado públicamente.

Sin perjuicio de lo anterior, en las definiciones de la directiva se establece que creador de mercado se refiere a una persona que se mantiene en los mercados financieros de manera continua como dispuesta a negociar por cuenta propia mediante la compra y venta de instrumentos financieros contra su capital propio a precios definidos por él. Esta definición es más amplia y permite la participación de otro tipo de entidades en el desarrollo de la actividad<sup>3</sup>.

Existen normas particulares sobre miembros del mercado que desarrollen negociación algorítmica para aplicar una estrategia de creación de mercado<sup>4</sup> o aquellos que sin desarrollarla quieran ostentar la condición de creador de mercado, los cuales deberán firmar un acuerdo de creación de mercado con las sociedades de bolsa.

Con los anteriores antecedentes, la propuesta normativa tiene por finalidad dinamizar la figura de los formadores de liquidez en el país, permitiendo la participación de entidades especializadas en definir estrategias de negociación de valores con el objetivo de suministrar liquidez a los mismos, así como ampliar las fuentes de fondeo de los programas, permitiendo que estas entidades puedan colocar recursos para el desarrollo de estos. Dicha participación se hará de manera indirecta a través de las entidades autorizadas para desarrollar dicha función, como lo son las sociedades comisionistas de bolsa.

### **2.3. Monto mínimo de constitución de FIC**

Con el fin de contribuir al objetivo estratégico del Documento de Política para el Sistema Financiero 2020-2025 de promover la transformación eficiente del ahorro en inversión a través del fortalecimiento de la oferta de instrumentos de inversión, la URF evaluó entre las propuestas, la relacionada con revisar el monto mínimo de participaciones de fondos de inversión colectiva establecido en el Artículo 3.1.1.3.5 del Decreto 2555 de 2010 y según el cual estos vehículos deben cumplir como

---

<sup>3</sup> [www-emissions--euets-com](http://www-emissions--euets-com).

<sup>4</sup> [https://www.bmerv.es/docs/SBolsas/docsSubidos/Creadores\\_de\\_Mercado/Circular1-2021.pdf](https://www.bmerv.es/docs/SBolsas/docsSubidos/Creadores_de_Mercado/Circular1-2021.pdf)

requisito de operación un patrimonio mínimo de 2.600 salarios mínimos mensuales vigentes. Lo anterior, sustentado por las sociedades administradoras en que la tesis de inversión de los fondos puede ser de naturaleza variada y por tanto las consideraciones de monto inicial de operaciones corresponde a esa naturaleza y a las consideraciones de la sociedad administradora al respecto.

En primer lugar, la Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera destaca que la disposición vigente sobre el monto mínimo de las participaciones de los fondos de inversión colectiva tiene como propósito definir un patrimonio con el cual el fondo debe dar inicio a las operaciones activas de inversión del vehículo, según lo dispuesto en el segundo inciso del Artículo 3.1.1.3.5, así como generar un límite para una de las causales de la liquidación del fondo de inversión colectiva, de acuerdo a lo establecido en el Artículo 3.1.2.2.1, ambos del Decreto 2555 de 2010. Con esta consideración se presenta en la Tabla 1 la revisión internacional de la existencia y propósito de los montos mínimos en los fondos de inversión, fondos mutuos o vehículos con funciones económicas similares a los fondos de inversión colectiva en el contexto local.

Tabla 1 – Resumen regulación comparada montos mínimos en fondos de inversión

Aspecto	Perú	Chile	India	Islas Cayman	Estados Unidos	Luxemburgo
<b>Monto Inicial</b>	El patrimonio neto del Fondo <b>deberá alcanzar</b> el monto mínimo establecido en su Reglamento de Participación.	Deberá <b>mantener</b> un patrimonio no menor al equivalente a 10.000 unidades de fomento (COP \$1.500 MM apróx)	NA	Debe tener un monto <b>mínimo de inversión inicial</b> de al menos al KYD80,000 (COP \$400 MM apróx) por inversionista	Patrimonio neto de al menos USD \$100.000 (COP \$400 MM apróx)	Capital mínimo EUR 1 MM – SICAR (COP \$4.000 MM apróx)
<b>Liquidación</b>	“...CONASEV se pronunciará determinando la liquidación del Fondo u otra medida, la cual se adoptará previa evaluación de las características particulares de cada caso”	“...Si en dicho plazo no se regularizare esta situación, la Superintendencia ordenará sin más trámite que se proceda con la liquidación del fondo...”	NA	NA	NA	NA

Como resultado de la revisión anterior, se evidencia que:

- i. Si bien diversas jurisdicciones establecen montos iniciales de operación no es igual de extendido el uso de este criterio para la liquidación de los vehículos; y
- ii. A pesar de que en jurisdicciones como Estados Unidos, Luxemburgo o Islas Cayman se dispone un monto mínimo, se observa que hay una varianza importante entre ellos. Es importante destacar igualmente que, en las mencionadas jurisdicciones, los fondos colectivos nacen con la naturaleza de ser listados en un mercado público.
- iii. En comparación con países de la región con los que además se comparte la naturaleza de que los vehículos en estudio no son constituidos para listarse, el monto mínimo puede considerarse alto.

Con las consideraciones anteriormente presentadas, y tomando como oportunidad este proyecto de decreto para modificar la indexación del monto mínimo de participaciones, de salario mínimo a Unidades de Valor Tributario siguiendo el lineamiento del gobierno nacional se propone disminuir el monto mínimo de participaciones de los fondos de inversión colectiva a 39.500 Unidades de Valor Tributario y se amplía el plazo inicial para alcanzar el monto mínimo a un año con prórroga hasta de seis meses.

### 3. BIBLIOGRAFIA

- Decreto 2555 de 2010
- Ley No 27641. Congreso de la República del Perú.  
<https://docs.peru.justia.com/federales/leyes/27641-jan-17-2002.pdf>
- Ley 20.712 de Chile. Sobre Administración de fondos de terceros y carteras individuales (actualizada con modificaciones de la Ley 21.210 de 24/02/2020).  
[https://www.cmfchile.cl/transparencia/documentos/ley\\_20712.pdf](https://www.cmfchile.cl/transparencia/documentos/ley_20712.pdf)
- Master circular for mutual funds. Securities & Exchange Board of India.  
[https://www.sebi.gov.in/sebi\\_data/attachdocs/1337083696184.pdf](https://www.sebi.gov.in/sebi_data/attachdocs/1337083696184.pdf)
- Chambers Global Practice Guides on Investment Funds – Cayman Islands.  
<https://maples.com/-/media/files/pdfs/articles-and-chapters/article--cayman--chambers--investment-funds-guide-2021-cayman-islands--february2021-final--izmclwpmr.pdf>
- The Luxembourg Investment Company in Risk Capital (SICAR). Loyens&Loeff.  
<https://www.loyensloeff.com/media/476274/sicar-brochure.pdf>
- [www-emissions--euets-com](http://www-emissions--euets-com).
- [https://www.bmerv.es/docs/SBolsas/docsSubidos/Creadores\\_de\\_Mercado/Circular1-2021.pdf](https://www.bmerv.es/docs/SBolsas/docsSubidos/Creadores_de_Mercado/Circular1-2021.pdf)
- BVC Guia de formadores de liquidez
- IOSCO Liquidity Provision in the Secondary Markets for Equity Securities. Agosto del 2020