



El emprendimiento
es de todos

Minhacienda



WORLD BANK GROUP
Finance, Competitiveness & Innovation



Schweizerische Eidgenossenschaft
Confédération suisse
Confederazione Svizzera
Confederaziun svizra

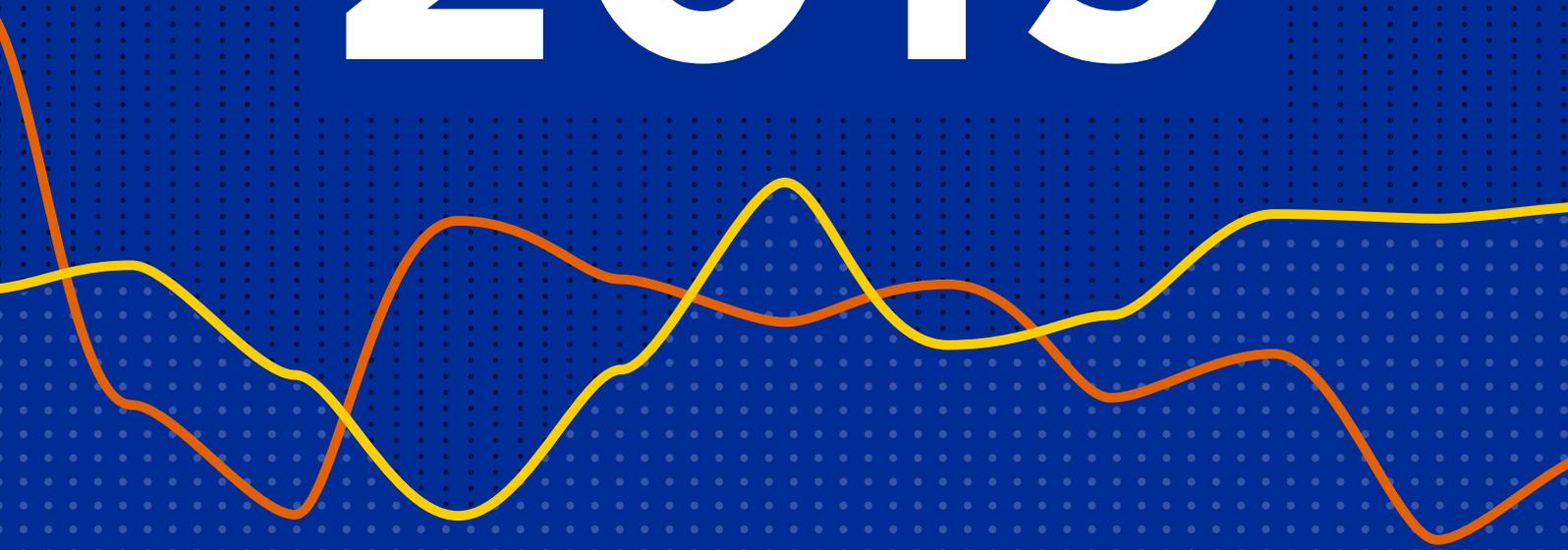
Embajada de Suiza en Colombia
Cooperación Económica y Desarrollo (SECO)



MISIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES

2019

INFORME FINAL



MISIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES

2019

INFORME FINAL

El Ministerio de Hacienda y Crédito Público de Colombia agradece al Banco Mundial y al Programa de Cooperación Económica y Desarrollo – SECO del Gobierno Suizo por el apoyo técnico, financiero y operativo que brindaron para la realización de la Misión del Mercado de Capitales 2019.

Las opiniones expresadas en el presente documento son responsabilidad exclusiva del Comité Directivo de la Misión del Mercado de Capitales y no comprometen al Banco Mundial o al Programa de Cooperación Económica y Desarrollo – SECO del Gobierno Suizo.

TABLA DE CONTENIDO

6

Preámbulo

8

Introducción

14

Capítulo I. Mercado de Capitales: contexto

i.

Relevancia del Mercado de Capitales

ii.

Relación entre el Mercado de Capitales y el crecimiento económico y el bienestar social

iii.

Complementariedad de los mercados intermediado y no intermediado

18

Capítulo II. Mercado de Capitales en Colombia: descripción

i.

Complementariedad de los mercados Intermediado y no intermediado

ii.

Hitos del mercado de capitales desde la Misión de 1996

iii.

Revisión Literaria Reciente sobre el Mercado de Capitales en Colombia

2.1 Mercado intermediado

22

2.2 Mercado no intermediado

28

2.3 Emisores de valores

74

2.4 Relación entre oferentes de capital y demandantes de capital

82

2.5 Infraestructura del mercado de valores

83

2.6 Mapa del Mercado de Capitales

92

Capítulo III. Entorno y Recomendaciones

i.

Mercado de Capitales e Intervención del Estado

Sección 1 - Arreglo institucional y de competencias **98**

Recomendaciones sobre el rol de las autoridades **110**

Sección 2 - Estructura de Mercado **116**

2.1 Actividades del mercado como objeto de las facultades de intervención **116**

2.2 Emisores de valores Perímetro regulatorio del mercado no intermediado **125**

2.3 Fortalecimiento de las facultades de regulación respecto de los emisores de valores **138**

2.4 Infraestructura del Mercado **144**

TABLA DE CONTENIDO

Capítulo III. Entorno y Recomendaciones

Sección 3 - Regulación e Incentivos	148
3.1 Regulación aplicable a las sociedades administradoras de fondos de pensiones y fondos de cesantías	148
3.2 Regulación aplicable a las Entidades Aseguradoras y Sociedades de Capitalización	168
3.3 Custodia de valores	176
3.4 Actividad de asesoría en el mercado de valores	181
3.5 Gobierno corporativo de las entidades vigiladas	183
3.6 Regulación relativa a la deuda corporativa	186
3.7 Acceso a la información	187
Sección 4	191
4.1 Gobierno Corporativo de las Participaciones Públicas en empresas para fortalecer su direccionamiento estratégico empresarial	192
4.2 Fondos Públicos vinculados a la Seguridad Social en Pensiones y modelo de gestión	194
4.3 Enajenación y democratización de participaciones estatales	196
4.4. Detrimento Patrimonial en el manejo de fondos, bienes y recursos públicos	200

Capítulo III. Entorno y Recomendaciones

Sección 5 - Productos	204
5.1 Promoción de activos subyacentes que pueden ser titularizados	204
5.2 Fondos de Emprendimiento	207
5.3 Mercado de derivados	209
Sección 6 - Promoción de Mercado y Educación Económica	215
6.1 Promoción del Mercado	215
6.2 Educación Económica y Financiera	218
Sección 7 - Ámbito Internacional	221
Sección 8 - Ámbito Tributario	226

236

Capítulo VI. Consideraciones finales e implementación de las recomendaciones

248

Agradecimientos

250

Bibliografía

254

Bibliografía jurídica

257

Misión de Mercado del Mercado de Capitales 2018 - 2019

PREÁMBULO



La Misión del Mercado de Capitales se instaló a finales de octubre de 2018 con el objetivo de diagnosticar el estado actual del mercado, analizar elementos clave de su dinámica, y elaborar recomendaciones con el propósito de propender por su eficiente desarrollo.

El alcance intencionado era amplio, permitiendo analizar elementos institucionales, regulatorios, de estructura e infraestructura, y de incentivos de los agentes, en la medida en que impactaran la dinámica y potencial desarrollo del mercado de capitales.

La intención de la Misión ha sido la de mantener sus discusiones en un plano conceptual y de principios, anticipando una definición de los detalles de las eventuales implementaciones en mesas de trabajo posteriores a cargo de las autoridades encargadas. Sin embargo, en ocasiones excepcionales la discusión se concentró en una necesaria definición del detalle de la microestructura del mercado.

El positivo impacto de un mercado desarrollado en el crecimiento económico ha sido ampliamente estudiado y documentado. En ese contexto, la Misión partió de la

premisa inicial de que su razón de ser era buscar un beneficio para la sociedad colombiana, en un amplio sentido, abarcando el crecimiento económico, la inversión, el desarrollo de la economía, el emprendimiento; específicamente, el vehículo para lograr esto, en el marco de la Misión, era sentar las bases para un saludable desarrollo del mercado de capitales, beneficiando de paso a los distintos participantes mediante una ampliación de las oportunidades de inversión para los dueños de capital, y una ampliación de las oportunidades de consecución de recursos para los demandantes de capital.

El proceso de la Misión, durante sus nueve meses de trabajo, puede describirse en tres fases.

La primera convocó a los agentes interesados a tres talleres, ordenados por temáticas amplias: Oferta, Demanda e Infraestructura. La extensa participación de agentes del mercado y autoridades permitió dividir la discusión de cada tema en múltiples mesas redondas, cuyo producto final fue un listado de elementos propios del mercado que eran consistentemente considerados como puntos para introducir, modificar o eliminar.

Los resultados de los talleres denotaron preocupaciones de los agentes y participantes encaminadas más hacia temáticas individuales o micro, pero que aisladas o en conjuntos improvisados no ofrecían directamente salidas estructurales consistentes con un sostenible desarrollo futuro.

No obstante, aquel insumo permitió avizorar que las problemáticas tenían carácter transversal; así, prontamente se evidenció para la Comisión la necesidad de plantear un análisis sistémico y estructural, definiendo conjuntos conceptuales que antecedían

los tres temas de los talleres, tales como el arreglo institucional y de competencias, la estructura del mercado, y el diseño de incentivos para los agentes del mercado. Esta definición fue convergiendo en la medida en que se profundizó el análisis a las ocho secciones que se presentan en el Capítulo III de este Informe Final.

La segunda fase se inició buscando entender mejor el origen de las problemáticas discutidas, en la que se realizaron múltiples reuniones "uno-a-uno" con firmas de todos los sectores del mercado, agremiaciones, autoridades e instituciones académicas y de investigación. Esta ronda favoreció el diseño conceptual de las discusiones al interior de la Misión.

En adición, se vislumbró aún otra dimensión de clasificación de los temas de discusión, representados por seis ejes temáticos transversales que definieron el norte conceptual que permeó el análisis posterior, buscando un entorno robusto para propiciar el desarrollo del mercado de capitales.

La tercera fase consistió en el análisis que adelantado a partir de esos insumos y al-

rededor de los ejes planteados en una secuencia de debates cuyas conclusiones preliminares fueron puestas a prueba seguidamente mediante una iteración metódica de los puntos al interior de la Comisión.

Ulteriormente esos ejes y recomendaciones fueron sometidos a consideración de los miembros del Consultivo de la Misión del Mercado de Capitales quienes ofrecieron valiosas observaciones y elementos de discusión que sirvieron a la Comisión para converger en un producto final.

El conjunto de recomendaciones presentado en este Informe fue posible, también, por la generosidad de decenas de personas e instituciones que tanto en el sector privado como en el público destinaron amplios espacios para debatir con franqueza y profesionalismo distintos tópicos de la problemática y posibles soluciones. A todos gracias por su generosidad y conocimientos.

Con todo, el Informe y las Recomendaciones únicamente comprometen la opinión y responsabilidad de quienes integraron la Comisión.

INTRODUCCIÓN

POR ROBERTO

RIGOBÓN

DIRECTOR DE LA MISIÓN DEL MERCADO
DE CAPITALES 2018-2019

El desarrollo de los mercados financieros está atado al desarrollo económico de los países. Una amplia literatura académica permite concluir que un país no puede crecer ni puede mejorar los estándares de vida a sus ciudadanos, sin un sistema financiero profundo y eficiente.

Desde una perspectiva funcional el mercado de capitales hace alusión al conjunto de actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquiera otra relacionada con el manejo, inversión y aprovechamiento de

los recursos captados del público, organizada a través de los canales bancario y de valores. Así, en los mercados se ofrecen productos y servicios que posibilitan el ahorro de corto y largo plazo, y el financiamiento de inversiones y consumo, tanto a las firmas como a los consumidores, y habilitan canales de transferencia de riesgos entre los diferentes agentes de la economía. Es por esto que una mejora en el funcionamiento de los mercados financieros tiene impactos de primer orden en la calidad de vida de un país.

Las instituciones financieras que operan en los mercados – bancos, administradoras de fondos de pensiones e inversiones, aseguradoras, fiduciarias, e intermediarios de valores – interactúan en diversas plataformas. Una de ellas, y quizás la más importante, son las interacciones que ocurren en los mercados de capitales tanto en los canales intermediado o bancario y desintermediado o de valores. Si bien las instituciones financieras en Colombia ya han estado ofreciendo estos servicios a consumidores e inversionistas, el desarro-



llo del sistema financiero se ha visto restringido por un mercado de capitales poco profundo y líquido.

Es sorprendente que, si bien las propuestas de reforma de esta Misión son para los mercados financieros, estas conforman una de las políticas económicas con mayor retorno social que Colombia puede implementar en la siguiente década. Mejoras tanto en los vehículos de ahorro como en los instrumentos de transferencia de riesgo, junto con un incremento en la participación de los ciudadanos en un mercado de capitales eficiente y profundo, generan prosperidad, aumentan los estándares de vida, y permiten que otras importantes actividades sociales – como salud y educación – se puedan financiar de forma justa y eficiente.

Un primer paso en esta dirección nos convocó a pensar cuál debería ser el modelo de mercado de capitales conveniente y apropiado para un país como Colombia.

Es natural apuntar hacia mercados de capital como los que tienen EE. UU. y el Reino Unido. Sin embargo, no creemos que se necesite copiar ese modelo para que el mercado de capitales en Colombia logre ser el catalizador que necesita el sistema financiero. El objetivo, entonces, no fue replicar Nueva York o Londres en Bogotá, sino diseñar un mercado de capitales que pueda servir a los colombianos en las siguientes décadas. El objetivo radicó en pensar lo que es conveniente y factible, no lo que es ideal.

Así, es oportuno empezar por un diagnóstico de la situación actual. El mercado de capitales colombiano manifiesta varias insuficiencias. Primero, el mercado es poco competitivo y existe una gran concentración tanto en actores como en actividades. Segundo, existen duplicidades, inconsistencias, y problemas de incentivos. Finalmente, la institucionalidad es poco clara, y carece de un organismo que determine la política a seguir. Estas carencias producen un mercado poco profundo, ilíquido, donde muchas oportunidades no están siendo aprovechadas.

En este contexto, entonces, ¿cuál es el mercado de capitales al que Colombia debería aspirar? En particular, ¿cuáles son las características que describen dicho mercado? Nuestra visión, buscando respuestas implementables, tomó como insumo la opinión y visión de diversos participantes del mercado – agentes de la industria y la academia, autoridades, agremiaciones – y planteó un análisis que convergió hacia la definición de seis pilares sobre los cuales se profundizó para aterrizar en las recomendaciones de este reporte.

Primero, el país debe moverse hacia una regulación y supervisión basada en principios de riesgo. La regulación existente no siempre responde a estos aspectos. Muchas restricciones que enfrentan los agentes del mercado no se corresponden con los riesgos que ellas, o sus clientes padecen. Aspectos como la rentabilidad mínima, las restricciones de portafolio, el gravamen

impositivo al intercambio de colateral, y los requerimientos de capital en función de las licencias, no están diseñados para gestionar los riesgos que cada institución enfrenta. Este enfoque se somatiza en una sobrerregulación de actividades financieras, y una desprotección de los riesgos que subyacen al mercado de capitales. La regulación y la supervisión deben enfocarse en identificar y gestionar los verdaderos riesgos que definen las obligaciones de las diferentes instituciones. Estas dependen de los objetivos de dichas inversiones, y de las características de los inversionistas a los que se está sirviendo.

Si bien ha habido grandes mejoras en la institucionalidad del mercado de capitales, todavía existe desconexiones entre el riesgo y la regulación. Esto representa una restricción al desarrollo del sistema financiero, y encarece los servicios a los consumidores y ahorradores. La solución al problema empieza con la definición de la entidad que debe formular la política pública, así como el reenfoque de las facultades de intervención y la capacidad de regulación, y una redefinición de los roles de las diferentes instituciones. El objetivo sigue siendo el mismo: la regulación y la supervisión seguirán protegiendo a los inversionistas, asegurando la disciplina del mercado, pero respondiendo a las realidades cambiantes de los mercados de capitales. Esto solo se puede lograr si el paradigma que guía la regulación y la supervisión es la gestión profesional del riesgo de las actividades, y no del tipo de institución autorizada a ejercerlas.

Segundo, 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. Titularizaciones de diferentes actividades sociales y privadas tienen que fomentarse, mercados de derivados deben desarrollarse, activos del Estado deben rentabilizarse, y colocaciones privadas y públicas deben presentarse con mayor frecuencia.

De forma similar al lado de la oferta de instrumentos financieros, el lado de los inversionistas debe diversificarse e incrementarse. Diferentes bancos, aseguradoras, gestores de inversiones de terceros y servicios de asesoría deben poder ofrecer instrumentos de ahorro y riesgo a una base amplia de posibles clientes. Un mercado poco profundo implica altos costos de emisión, bajos retornos para los inversionistas, poca diversificación a nivel social y altas barreras a la entrada. La baja profundidad también implica que el riesgo en la sociedad está mal distribuido. Ciertos agentes están experimentando más riesgo del que deberían asumir, y les es muy costoso transferirlo. Desde el punto de vista macroeconómico, la ineficiente distribución del riesgo implica menor inversión, menor retorno en los ahorros de los ciudadanos y, en consecuencia, un menor crecimiento. Se debe profundizar el mercado de capitales fomentando un escenario en el cual todos los tipos de riesgo se puedan operar, y donde se amplíe y diversifique la base de inversionistas.

Tercero, debe buscarse un aumento significativo de la competencia en los mercados financieros. En este momento existe una gran concentración de agentes; es decir, existen pocas instituciones financieras en cada tipo de actividad, que exhiben comportamientos similares. Muchos de los problemas se originan en las restricciones que pesan sobre dichas instituciones respecto de las que se debe trabajar. Por ejemplo, el modelo de intervención vigente impide a las instituciones financieras encargarse de terceros múltiples funciones o tareas propias del Back y Middle Office, lo que se traduce en fricciones e importantes barreras de entrada a terceros interesados, por los altos cargos de capital que deben asumir, sin que puedan trasladarlos en condiciones competitivas a los consumidores. Pero el problema no sólo está en la regulación sino también en el gobierno corporativo y la estructura del mercado.

La estructura de mercado actual no desarrolla la competencia entre las instituciones; es más, fomenta la imitación. La falta de competencia implica que los servicios se ofrecen a un mayor costo, donde las empresas que quieren emitir enfrentan costos muy altos, donde la rentabilidad de las inversiones cae (y han venido cayendo en los últimos 10 años) pero el canal desintermediado no es una alternativa competitiva para ofrecer activos de mayor retor-

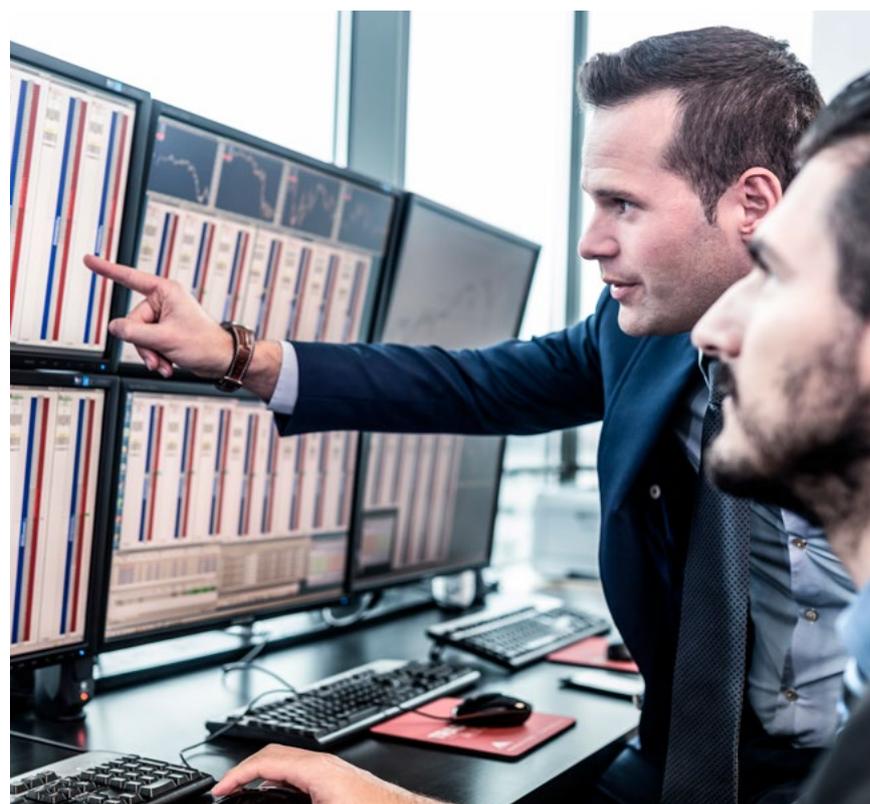
no frente a los instrumentos tradicionales. La consecuencia más devastadora de este ambiente es que muchos ciudadanos y firmas terminan siendo excluidos del sistema financiero. Así, se debe promover la entrada de nuevos participantes y agentes, y se deben cambiar los incentivos con el objetivo de que exista una mayor competencia. Los beneficiados de estos cambios serán los inversionistas y los ciudadanos.

Cuarto, es fundamental que se eliminen las asimetrías regulatorias tanto para los productos como para las actividades. Actualmente, el paradigma que organiza la regulación y la supervisión se construye sobre los diferentes tipos de instituciones financieras. En otras palabras, la regulación depende de la institución financiera y no de las actividades que dicha institución realiza. Esto genera grandes inconsistencias, que a su vez producen problemas de incentivos. Existe la posibilidad de arbitraje regulatorio que conlleva a comportamientos estratégicos que eventualmente afectan el funcionamiento del mercado.

Estas ineficiencias van en detrimento del bienestar social. Adicionalmente, estas inconsistencias generan riesgos sistémicos que pueden llevar a producir importantes vulnerabilidades macroeconómicas

en el futuro. El énfasis en instituciones en lugar de actividades genera duplicidades e inconsistencias. El principio debería ser que los mismos productos y las mismas actividades deberían recibir exactamente el mismo trato regulatorio. Esto implica cambios en el esquema de licencias, y cambios en la forma en la que el regulador y el supervisor evalúan las diferentes instituciones. Este pilar está muy ligado al primero dado que el énfasis debe ser la forma de gestionar el riesgo, y no el tipo de instituciones que lo gestionan.

Quinto, se deben incrementar los estándares de profesionalismo de los participantes en el mercado de capitales. El



gobierno corporativo existente genera debilidades importantes. Militan conflictos de interés, donde los intereses de los inversionistas no son siempre la primera prioridad. La respuesta de las autoridades a esta situación ha sido la de restringir la gestión de portafolios, en vez de atender el problema subyacente: el gobierno corporativo y la profesionalización de los agentes. Es importante que exista un ente encargado de la educación y certificación de los agentes bajo los más altos estándares profesionales, y no bajo parámetros de cumplimiento, además de regulaciones que permitan gestionar adecuadamente los conflictos de interés. La regulación debe seguir garantizando

seguridad a los inversionistas, pero esto es más sencillo cuando se cuenta con una mejor gobernanza.

Finalmente, entendemos el mercado de capitales como un eje fundamental de la política de desarrollo de Colombia. El sistema financiero cumple un rol fundamental en la sociedad. Primero, permite transformar ahorros de corto plazo a inversiones de largo plazo. Segundo, permite convertir ahorros de bajo riesgo a inversiones con riesgo. En otras palabras, posibilita la diversificación. Tercero, permite transferir riesgos de un sector a otro, y de un individuo a otro. Estos son los mercados de deuda y seguros, por ejemplo. En resumen, el

sistema financiero permite redistribuir los recursos financieros para maximizar su retorno, y, al final, mejorar el bienestar de toda la sociedad. Una institución fundamental de un sistema financiero es el mercado de capitales. El objetivo fundamental del mercado es, y debe siempre ser, el de servir a la sociedad.

Los pilares se pueden resumir de la siguiente manera: se necesita un mercado de capitales donde (i) el paradigma que organiza la regulación son los principios de gestión de los riesgos que enfrenta cada institución financiera; (ii) ocurra un incremento significativo en la profundidad financiera para que puedan negociarse todos los riesgos tanto del lado de la oferta como de la demanda; (iii) exista competencia que lleve a diferenciación entre las instituciones financieras y a ganancias de eficiencia; (iv) no se presenten incongruencias regulatorias que generen malos incentivos; (v) el ambiente de profesionalismo y buen gobierno corporativo evite conflictos de interés y alinee los propósitos de las instituciones financieras con el de ahorradores e inversionistas; y (vi) el mercado maximice el retorno social, sirviendo a los ciudadanos, mejorando su bienestar, y proveyéndolo de los servicios que necesitan. Esta es nuestra visión del mercado de capitales al cual Colombia puede y debe aspirar.

Todas nuestras recomendaciones tienen impacto en alguna de estas seis dimensiones, y muchas tienen efectos en varias de ellas. En particular nos hemos preguntado cómo una reforma en particular contribuye a mejorar la regulación, para enfocarla en riesgos específicos y eliminar las asimetrías; también, cómo dicha reforma impacta en la competencia y en la participación de nuevos inversionistas, y cómo esta puede enriquecer los estándares profesionales, la gobernanza y, aún más importante, el bienestar social.

Proponemos reformas que cambian el papel del Estado en los mercados de capitales. Estas políticas incluyen cambios en el rol de las diferentes autoridades, mejoras en el manejo de los activos públicos, cambios en la estructura de mercado estableciendo diferentes formas de emisión, incluyendo redefiniciones y clarificaciones de lo que constituye detrimento patrimonial y de los esquemas de privatización. El mercado de capitales no va a mejorar sin un



cambio importante en la forma en la que el Estado entabla su relación con los participantes del mercado y estos responden a esa dinámica. Una clarificación de roles y responsabilidades es fundamental, y una modernización de la estructura del mercado es urgente.

El segundo conjunto de reformas se concentra en cambios a los incentivos y regulación de las entidades financieras. El objetivo primordial es cambiar la demanda de activos y aumentar la competencia en el sector. En particular, consideramos que se debe liberar el régimen de inversiones de los fondos de pensiones obligatorias y fondos de cesantías, así como de las reservas técnicas de las empresas aseguradoras, descartar la rentabilidad mínima de las AFP y reformar su estructura de comisiones, reenfocar el esquema de intervención hacia actividades en lugar de las instituciones, suprimir barreras ineficientes a la asesoría financiera, modernizar y ampliar la adopción de los servicios de custodia, y mejorar el gobierno corporativo del mercado. La competencia en el mercado de capitales tiene que aumentar y esto solo ocurrirá con una regulación consistente, y una liberalización de las restricciones que enfrentan los actores financieros en este momento. Pero una liberalización del esquema de inversiones sólo puede ocurrir con el fortalecimiento del gobierno corporativo. Muchas de nuestras propuestas son condición precedente de otras y complementarias entre sí. Es decir, la implementación requiere, en muchos casos, precedencia o simultaneidad.

En adición, nos enfocamos en reformas que están destinadas a mejorar la oferta de los activos. El tercer conjunto de reformas se concentra en la ampliación del mercado de titularización, la revisión de la estrategia para contar con fondos de emprendimiento en etapas tempranas, y el fortalecimiento de los mercados de derivados. La actividad de titularización en Colombia es muy pequeña y acotada en el tipo de activos considerados, y el Gobierno puede jugar un papel importante en impulsar dicho mercado. Activos del sector salud, bancario, agrícola, educativo y de infraestructura son áreas en las que se podrían enfatizar. El financiamiento de emprendimiento en etapas tempranas ha sido infravalorado y desatendido. En los países desarrollados el sector más dinámico en la creación de buenos empleos

es justamente el de nuevas empresas. La creación de un fondo de fondos agregador que financie este sector es impostergable.

El entorno tributario y fiscal es otro aspecto al cual prestamos considerable atención. Regulaciones como el 4 por mil perjudican, entre otros, el desarrollo del mercado de derivados. Las reformas fiscales constantes generan un ambiente de incertidumbre que encarece las transacciones, no sólo para los agentes financieros sino aún más importante a los ciudadanos, al tiempo que puede inhibir a los inversionistas estratégicos, de largo plazo, a participar en el mercado colombiano.

Los dos últimos grupos de consideración se refieren a la integración internacional de los mercados de capitales, y a los aspectos de educación, promoción y fomento del mercado. En este momento existe un empuje para que los países de Latino América se consoliden. Lo mismo ocurrió en Europa hace casi 20 años. Creemos que es importante que Colombia participe activamente de este proceso, y aún más importante, que lo lidere. No estar presente o marginarse de algunas discusiones implicaría oportunidades perdidas. Por ejemplo, aspectos triviales como inconsistencias regulatorias entre los países generan fricciones que pueden ser solventadas si Colombia está guiando el proceso de integración. Por último, es importante que exista una institución que dirija la promoción del mercado de capitales, y se encargue de la estrategia de educación relacionada con el mercado – tanto de las organizaciones financieras, como de los individuos –, con el soporte que el sector privado y los agentes del mercado pueden aportar para su éxito.

En total, son más de 50 las recomendaciones que proponemos, las que están agrupadas en nueve secciones temáticas. Algunas son más fáciles de implementar que otras. Algunas requieren cambios de ley y otras simplemente un decreto o un cambio en la regulación. Lo más significativo es que si bien algunas pueden ser llevadas a cabo en forma independiente, nuestra visión es que deben y tienen que ser consideradas conjuntamente, como un paquete de reformas. Es importante entonces que se haga un seguimiento al proceso de reforma. Muchas de las propuestas no serán efectivas si ocurren en forma aislada – inclusive, algunas pueden tener consecuen-

cias negativas si no vienen acompañadas de las otras reformas que presentamos en este Informe.

Los miembros de la Misión pensamos que, para lograr un mercado de capitales profundo, competitivo, que tenga una regulación consistente y enfocada en los diferentes riesgos que afectan a la economía colombiana, que sea participativo y justo, y donde exista seguridad y profesionalismo en el manejo de los ahorros del país, es esencial que todos los involucrados hagan un esfuerzo. Las reformas requieren un compromiso de todos, y esto significa que todos tienen algo que ganar, y todos tienen algo que aportar. No hay atajos al proceso de desarrollo que se avecina. Es un proceso difícil, pero prometedor. Por lo tanto, creemos conveniente que un grupo similar al que aquí se ha conformado, le dé seguimiento al proceso de reformas, y las reevalúe para así rediseñarlas en caso de que sea necesario.

La visión plasmada en este Informe no es el punto de llegada ni el final de la conversación sobre las reformas a emprender. Es el inicio, justamente el inicio de un diálogo asertivo sobre cómo hacer del mercado de capitales un instrumento para beneficio de la sociedad.

Creemos que los retos son grandes, pero esperamos que este documento sirva como guía en lo que podría ser la política social más importante que el Estado colombiano implemente en la siguiente década.

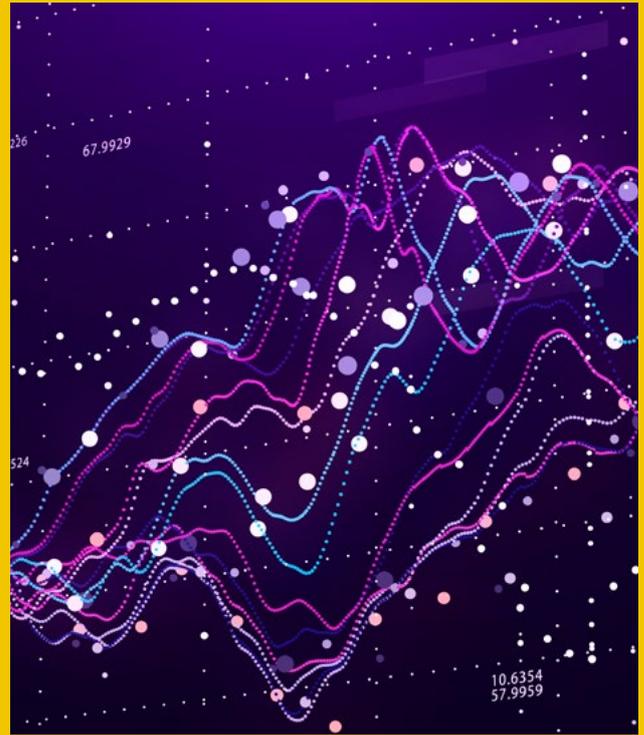


“

Creemos que los retos son grandes, pero esperamos que este documento sirva como guía en lo que podría ser la política social más importante que el **Estado colombiano** implemente en la siguiente década.

”

1



MERCADO DE ██████████ CAPITALES CONTEXTO

Partiendo de la aproximación de la Misión de 1996, el mercado de capitales es el conjunto de mecanismos a disposición de una economía para cumplir la función básica de asignación y distribución de los recursos de capital, los riesgos, el control y la información asociados con el proceso de transferencia de ahorro a la inver-

sión (Cárdenas & Et al., 1996). Desde una perspectiva funcional el mercado de capitales hace alusión al conjunto de actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquiera otra relacionada con el manejo, inversión y aprovechamiento de los recursos captados del público, organizada a través de los canales bancario y

de valores. Así, en los mercados se ofrecen productos y servicios que posibilitan el ahorro de corto y largo plazo, y el financiamiento de inversiones y consumo, tanto a las firmas como a los consumidores, y habilitan canales de transferencia de riesgos entre los diferentes agentes de la economía.



El mercado de capitales se particiona en dos ramas: el mercado intermediado, que utiliza entidades intermediarias como canal para conectar la oferta y la demanda de capital, y el mercado no intermediado, que utiliza instrumentos para el mismo fin. Cada mercado es definido por sus productos, por las actividades que enmarcan su dinámica, por los agentes que participan en estas actividades, y por los canales e infraestructura usados por estos agentes para desarrollar estas actividades.

El desarrollo de un mercado de capitales es tomado como una señal de la madurez del sistema financiero de un país, y en general de la salud de su economía. Un mercado eficiente, líquido, profundo, que atienda a la sociedad y que defina una amplia variedad de productos y canales es típicamente un estado al que aspiran llegar los países en vías de desarrollo. Sin embargo, esto no debe definir una meta en sí. Lograr un alto número de emisiones y emisores y un alto volumen en el mercado secundario de una amplia variedad de productos es un medio para un objetivo más amplio de desarrollo económico y social.



RELEVANCIA DEL MERCADO DE CAPITALES

La búsqueda de un mercado de capitales desarrollado no es un fin en sí; se justifica en su necesidad para que una economía pueda establecer una plataforma conducente a explotar su potencial de crecimiento. Más aún, este crecimiento económico se entiende como un posibilitador de la profundización del bienestar social y la reducción de la pobreza.

RELACIÓN ENTRE EL

Mercado de Capitales y el crecimiento económico y el bienestar social

Existe una amplia literatura académica que relaciona el desarrollo del mercado de capitales con el crecimiento económico, y este último con la reducción de pobreza y ampliación del bienestar de la sociedad.

(Levine & Zervos, 1998) entre muchos otros autores, concluyen que la liquidez de un mercado accionario y el desarrollo del sistema bancario predicen positivamente el crecimiento económico, la acumulación de capital y el incremento en la productividad de una economía. Cabe resaltar, sin embargo, que no encuentran una relación estadística entre el tamaño del mercado accionario y el crecimiento económico, conclusión contraria a la encontrada por (Oprea & Stoica, 2018), entre otros.

En esa dirección, (Caporalle, Howells, & Soiman, 2004) concluyen que un mercado accionario desarrollado propende por un alto crecimiento económico en el largo plazo, vía una más rápida acumulación de capital y una mejor distribución de recursos. (Oprea & Stoica, 2018) resaltan que la integración y desarrollo de los mercados de capitales tienen impacto positivo en el crecimiento económico por medio de la capitalización del emprendimiento y la movilidad de capital. Señalan como factores principales de influencia la capitalización bursátil, la rotación en el mercado, y en general los movimientos de capital.

Algo más específicamente, (Baluch & Ariff, 2007) identifican en los mercados derivados un conducto de transferencia del riesgo de los participantes del mercado, lo que propende por un mayor crecimiento económico, aunque señalan la necesidad natural de un mercado subyacente desarrollado para poder aspirar a un mercado de derivados desarrollado.

Por otro lado, los mercados financieros desarrollados son generalmente proclives a promover la innovación tecnológica, mecanismo protagonista para incrementar la productividad económica (Aghion, Howitt, & Levine, 2018).

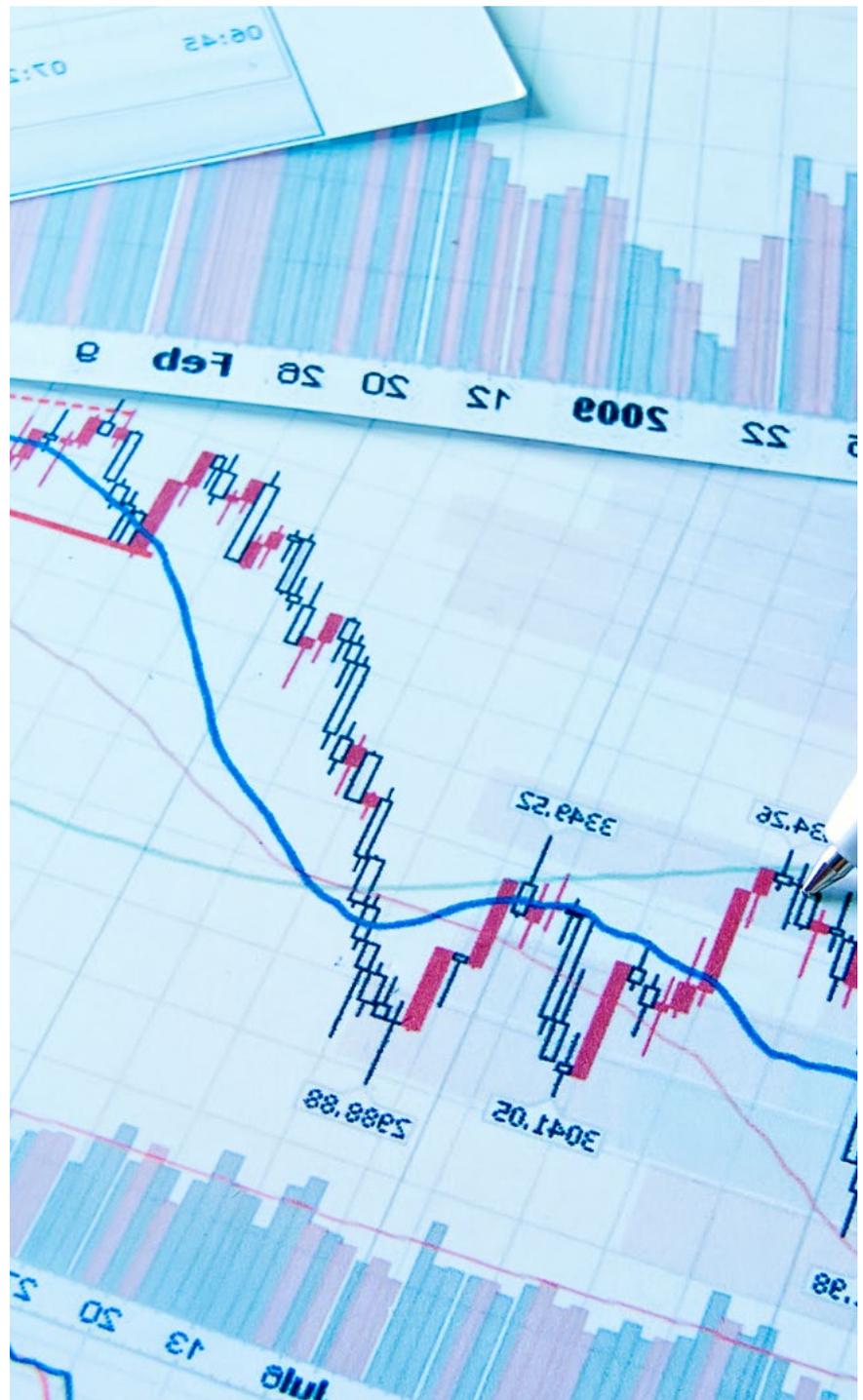
De forma general, (Zhuang, Niimi, Riang, Khor, & Bracey, 2009) revisan una fuente diversa de literatura relacionada, y resume las conclusiones académicas de un espectro amplio de estudios¹. Por un lado, esta revisión sugiere que el desarrollo del sector financiero es conducente al crecimiento económico mediante (i) la agregación y movilización de capital, (ii) la generación de información ex ante para inversiones, (iii) el monitoreo de inversiones y gobierno corporativo, (iv) el establecimiento de una plataforma para facilitar la transacción, diversificación y gestión de riesgos, (v) la creación de canales para facilitar el intercambio de bienes y servicios.

Ahora, los autores exhiben conclusiones relevantes adicionales, tales como que estos efectos son más perdurables en mercados en vías de desarrollo, que las industrias con firmas más pequeñas crecen más rápido en mercados financieros desarrollados, y que países con mercados desarrollados están en mejores condiciones para evitar crisis cambiarias.

Adicionalmente, (Zhuang, Niimi, Riang, Khor, & Bracey, 2009) mencionan que el desarrollo del sector financiero es conducente

a una reducción de la pobreza, en gran medida vía mayor crecimiento: más empleo, más recursos para gasto social y para inversión pública. Por cierto, este canal es más efectivo en economías menos desiguales. También se reduce pobreza mediante mayor acceso a canales financieros, con elementos como microfinanzas y programas dirigidos a PYMES.

En esa dirección, se encuentra evidencia que apunta a que mercados desarrollados promueven la equidad y la igualdad de oportunidades al ofrecer mayores oportunidades



1. (Beck, Demirgüç-Kunt, & Levine, 2004), (Calderon & L. Liu, 2003), (Dollar & Kraay, 2002), (Kumbhakar & Mavrotas, 2008), (Levine, Finance and Growth: Theory and Evidence, 2004) y (Levine, Loayza, & Beck, 2000) son algunas referencias que estudian la relación entre el mercado de capitales y el crecimiento económico y bienestar social.

laborales y reducir barreras al emprendimiento (Beck, Levine, & Levkov, 2010).

Finalmente, (Zhuang, Niimi, Riang, Khor, & Bracey, 2009) señalan como conclusión amplia de la literatura que los mercados de capitales también conllevan riesgos mediante la posibilidad de creación de burbujas que pueden llevar a crisis financieras. Luego implementar esquemas robustos para velar por la estabilidad financiera es crucial para maximizar los beneficios que puede traer a la sociedad.



COMPLEMENTARIEDAD

de los mercados intermediado y no intermediado

La estructura del mercado, en lo que involucra el tamaño del mercado intermediado contra el mercado no intermediado, es un punto importante para resaltar en este recorrido preliminar. (Zhuang, Niimi, Riang, Khor, & Bracey, 2009) son claros en exponer que la literatura no es decisiva al momento de concluir acerca de la importancia de un sector contra el otro.

En general, la literatura parece converger a la naturaleza complementaria de los dos mercados; si bien se establece una competencia natural, la dinámica de largo plazo favorece entender la relación entre los dos mercados como complementaria más que como sustituta. En esta línea, (Levine, 2002) anota que la estructura como tal es irrelevante en la medida en que el de-

sarrollo del mercado permita un eficiente movimiento del capital. En adición, (Gambacorta, Jing, & Tsatsaronis, 2014) entre otros autores, concluyen que ambos tipos de mercado son relevantes para el crecimiento, permitiendo reforzar esta idea de complementariedad.

Asimetrías como la colección de información de los demandantes de capital pueden traer diferencias entre los dos mercados; sin embargo, un adecuado desarrollo de cada mercado conduce a una apropiada obtención de esta información por parte de las partes interesadas. (Salamanca & et al., 2019) señala que en la literatura hay evidencia de que en el caso de los países industrializados los sistemas financieros *market-based* contribuyen más al crecimiento económico que los *bank-based* y que, si se consideran países de características más diversas, un sistema financiero más balanceado, en términos de tamaño de los bancos en relación con el mercado de valores, se asocia a un mayor crecimiento económico.

Por lo anterior, la Misión del Mercado de Capitales 2019 definió en sus etapas iniciales que las recomendaciones al Gobierno Nacional buscarían facilitar el desarrollo del mercado intermediado y de capitales en un ambiente competitivo de complementariedad.

Relativo al estado actual de relación entre los mercados intermediado y no intermediado, (Salamanca & et al., 2019) observa que *“el sector productivo colombiano continúa obteniendo la mayor parte de sus necesidades de fondeo de retención de recursos propios, proveedores y de crédito bancario”*. Es decir, en el mercado colombiano no se observa la complementariedad esperada para los dos mercados.

Así, el mapeo del estado reciente de cada mercado mostrado a lo largo del Capítulo II es necesario para estudiar los elementos que pueden ser objeto de análisis para emitir recomendaciones que propendan por el desarrollo del mercado de capitales colombiano.



2



MERCADO DE ██████████ CAPITALES EN COLOMBIA: DESCRIPCIÓN

Para poder construir un marco de recomendaciones es indispensable contar con un diagnóstico del estado actual del mercado de capitales colombiano.

Este Capítulo comienza por un recuento del avance del mercado a partir de la Misión de 1996, y continúa por una revisión resumida de diversos análisis direcciona-

dos a estudiar el mercado de capitales en sus distintas dimensiones, realizados por académicos y autoridades en el último par de décadas.



El Capítulo II culmina con una descripción detallada de los distintos agentes y productos presentes en el mercado actual, recorriendo el sector intermediado, el sector no intermediado, los emisores y la infraestructura del mercado.

Antes de proseguir, conviene anotar que, comparativamente, el mercado bursátil de Colombia es menor con respecto a los países del MILA en cuanto al número de empresas listadas en bolsa. Como se observa en la Tabla 1 Estadísticas Descriptivas de empresas listadas en Bolsa países MILA Chile, México y Perú tienen 185, 133 y 175 empresas listadas en bolsa, respectivamente, mientras que en el mercado colombiano sólo son 64.

1. Tabla 1 Estadísticas Descriptivas de empresas listadas en Bolsa países MILA

1. Fuente: EMIS. Datos en Millones de dólares

↘ TABLA 1.

COLOMBIA	ACTIVOS	PASIVOS
NÚMERO DE FIRMAS	64	64
PROMEDIO	5.344,2	3.864,2
MEDIANA	678,1	377,6
MÍNIMO	12,7	3,0
MÁXIMO	49.133,3	41.954,3

CHILE	ACTIVOS	PASIVOS
NÚMERO DE FIRMAS	185	185
PROMEDIO	3.584,3	171,9
MEDIANA	471,9	171,9
MÍNIMO	0,3	-
MÁXIMO	61.738,0	53.145,6

MÉXICO	ACTIVOS	PASIVOS
NÚMERO DE FIRMAS	133	133
PROMEDIO	5.829,4	3.864,2
MEDIANA	1.854,0	838,5
MÍNIMO	8,9	3,7
MÁXIMO	101.561,1	92.621,8

PERÚ	ACTIVOS	PASIVOS
NÚMERO DE FIRMAS	175	175
PROMEDIO	2.358,4	107,6
MEDIANA	245,4	107,6
MÍNIMO	0,9	-
MÁXIMO	52.590,6	45.725,3

Ahora, al comparar los activos promedio, las firmas listadas en Colombia tienen el segundo promedio más alto, muy por encima de Chile y Perú. La empresa listada más pequeña en Colombia es mucho más grande que la empresa más pequeña en el resto de los países. Esto sugiere que el mercado accionario de Colombia puede servir de manera puntual a las empresas grandes del país. Esta observación debe mantenerse presente en la medida en que se analice el contexto general del mercado, toda vez que el objetivo de este trabajo se fundamenta en buscar un mercado que sirva a toda la sociedad colombiana.

2. Creada mediante decreto 2352 de octubre de 1994.
3. Que implicó, entre otras, una reorganización del mercado público de valores, las bolsas, la creación de los depósitos centrales de valores y la creación de las acciones preferenciales sin derecho a voto.
4. En la cual se incorporó el sistema de fondos de cesantías, a cargo de sociedades de servicios financieros especializadas - SAFC.
5. Que incluyó un cambio radical en el modelo de intervención en el sistema financiero, aspecto que se trata en el Capítulo III de este Informe.
6. Que introdujo el sistema ahorro y capitalización individual a través de fondos de pensiones obligatorias, administrado por sociedades de servicios financieros especializadas - SAFF.
7. Entre ellos la regulación de los procesos de titularización de activos en 1993, y la subsecuente expedición de un cuerpo único relativo a las operaciones y actividades del mercado público de valores mediante la Resolución 400 de 1995 de la Sala General de la Superintendencia de Valores.

HITOS DEL MERCADO DE capitales desde la Misión de 1996

La Misión de Estudios del Mercado de Capitales de 1996² fue precedida por importantes cambios institucionales que incluyeron la reorganización institucional del mercado de valores (Ley 27 de 1990)³, la reforma a la estructura del sistema financiero (Ley 45 de 1990), la reforma laboral (Ley 50 de 1990)⁴, la modernización de régimen de cambios internacionales e inversión extranjera (Ley 9 de 1991), la adopción de una nueva Constitución (1991)⁵, la creación del sistema general de pensiones (Ley 100 de 1993)⁶, así como otros importantes cambios regulatorios para el mercado de valores⁷ y la reforma al Código de Comercio en (Ley 222 de 1995).



Esta Misión de 1996 se creó dentro de un diagnóstico considerado inquietante por la comparación de indicadores sobre el desarrollo del mercado de capitales colombianos contra mercados desarrollados, y contra economías con nivel similar de desarrollo. Detener la caída del ahorro y fomentar el desarrollo de instrumentos del mercado fueron elementos que soportaron su creación.

Las recomendaciones de la Misión de 1996 se segmentaron en seis temas: (i) demanda de títulos por parte de inversionistas y ahorradores, (ii) oferta de acciones y otros títulos por parte de empresas en general, (iii) papel del sector público en la oferta de instrumentos, (iv) desarrollo de



tos de cobertura de riesgo, (v) estructura del mercado y el papel de los intermediarios y las bolsas y (vi) arreglos institucionales para la regulación, supervisión y promoción del mercado de capitales.

Como consecuencia de las recomendaciones emitidas por la Misión de 1996, importantes modificaciones de la estructura del mercado fueron establecidas los siguientes años. Por un lado, se sentaron las bases para el desarrollo de la curva de deuda pública local con la Ley 384 de 1997. La profundización de este mercado ha representado uno de los elementos fundamentales para posibilitar el desarrollo de otros instrumentos. Por otro lado, las recomendaciones di-



rigidas a ampliar la oferta de acciones de empresas estatales desencadenaron democratizaciones de empresas tales como Ecopetrol e Isa.

Otras recomendaciones de la Misión de 1996 tuvieron eco mediante su implementación en años posteriores. Algunos de estos puntos eventualmente implementados fueron: (i) la fusión de las bolsas, lo cual dio pie a la unificación en la Bolsa de Valores de Colombia en 2001; (ii) la creación de la Titularizadora Colombiana en 2002; y (iii) la fusión de las superintendencias de valores y bancaria en la financiera en 2005.

La evolución del mercado de capitales estas décadas se ha movido alrededor de desafíos en los entornos financie-

ro y económico, a nivel local y global: la crisis económica colombiana de 1999, la crisis financiera global de 2008, la caída de Interbolsa, la mayor comisionista de Colombia en 2012, la crisis de mercados emergentes de 2013 y la corrección dramática de los precios del crudo en 2014. En adición, frecuentes reformas tributarias han presentado retos al mercado para buscar atraer participantes en un entorno de incertidumbre.

Esto no detuvo importantes avances en materia de sanción normativa, tales como la Ley del Mercado de Valores (Ley 964 de 2005), e institucional, tales como la creación Autorregulador del Mercado de Valores en 2006. (Alarcón, 2017) resalta muchos otros hitos alcanzados en estas décadas, entre los que pueden resaltarse: la creación de los sistemas electrónicos de negociación: SEN en 1998 y MEC en 2001, la normativa de fondos de inversión colectiva (Decreto 1242 y 1243 de 2013), la creación de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte en 2008, el lanzamiento del Índice Bancario de Referencia - IBR en 2008, la reglamentación de los fondos de capital privado en 2008 y la habilitación de los fondos de pensiones obligatorias para poder invertir en ellos, la expedición del Código País en 2007 y su revisión en 2015, la creación del esquema de Multifondos para fondos de pensiones obligatorias en 2009, y la puesta en marcha del Mercado Integrado Latinoamericano en 2010.

A lo largo del documento, particularmente en las secciones que desembocan en las recomendaciones, este conjunto se amplía, cuando el contexto lo requiera.

REVISIÓN LITERARIA

Reciente sobre el Mercado de Capitales en Colombia

El menor dinamismo del mercado de capitales en los últimos años, exhibido a lo largo de este Capítulo II, ha motivado varios estudios cuyo fin ha sido discutir las barreras y los elementos que inhiben una mayor profundidad y liquidez.

Desde un marco general, muchos estudios apuntan hacia la necesidad de buscar un mercado donde se pueda profundizar en la oferta de riesgos para evolucionar desde el llamado "sesgo AAA".

(Alarcón, 2017) y (Córdoba & et al., 2015), por ejemplo, hacen un llamado a buscar las condiciones para promover la innovación y generar condiciones para poder emitir una mayor gama de riesgos. (WEF, 2016) sugiere promover la entrada de actores como Hedge Funds y Family Offices en el camino hacia la ampliación de los riesgos operables en el mercado. Específicamente, (ANIF, 2018) señala la supervisión sobreprotectora y los regímenes de inversión restrictivos como causantes del rezago de la participación del retail en el mercado accionario.

Del marco institucional, (WEF (2), 2016) hace un llamado hacia la necesidad de plantear y comunicar un plan claro para desarrollar el mercado de capitales. De forma relacionada, el WEF recomienda fortalecer la comunicación y coordinación entre la SFC y el AMV. Por otro lado, se resalta el llamado de (Alarcón, 2017) en el sentido de establecer un proceso continuo de fortalecimiento de competencias para la URF y la SFC.

En cuanto a la discusión de la comparación entre los canales intermediado y no intermediado, (Córdoba & Molina, Elementos para alcanzar el mercado de capitales que Colombia necesita: hoja de ruta y desafíos estructurales, 2017) resaltan el aspecto complementario (no sustitutivo) de los dos. Profundizando en esa línea, (Salamanca & et al., 2019) señala los costos de estructuración como un gran impedimento para la emisión de valores de empresas medianas y pequeñas.

Relacionado con el proceso de emisión, (Alarcón, 2017) y (WEF (2), 2016) señalan hacia los costos en tiempo y recursos necesarios para culminar un proceso de emisión. (WEF, 2016), por su lado, recomienda un enfoque para fortalecer los derechos de los accionistas minoritarios. Con respecto al Segundo Mercado, (Blanco, 2014) concluye que el esfuerzo se ha debido enfocar en regular la oferta privada de valores, señalando que la introducción del Segundo Mercado no cumplió con ampliar el campo de juego para emisores.

Desde el lado de la demanda, uno de los diagnósticos tiene que ver con la regulación sobre las inversiones de las Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías (AFP) que no sólo conduce a un comportamiento manada, por el diseño de la rentabilidad mínima⁸, sino que no parece alinear incentivos con los afiliados por medio de premios por desempeño. En esta línea también se encuentran (Alarcón, 2017), (Córdoba & et al., 2015) y (WEF (2), 2016).

Adicionalmente, (Córdoba & Molina, Elementos para alcanzar el mercado de capitales que Colombia necesita: hoja de ruta y desafíos estructurales, 2017) y (WEF (2), 2016) resaltan la necesidad de establecer un manejo robusto de conflictos de interés y de establecer un esquema de gobierno corporativo fuerte. En adición, se hacen llamados para establecer la posibilidad de contratación de mandatos de inversión por parte de los inversionistas institucionales. (Salamanca & et al., 2019 (2)) concluye acerca de la necesidad de reorientar la regulación de los regímenes de inversión de inversionistas institucionales, cuya base se definió para el arranque del mercado con el objetivo de propender por una diversificación de los portafolios nacientes; sugiere una flexibilización de estos esquemas y una adecuada alineación de incentivos entre el agente y el principal por medio de la regulación. Asimismo, resalta en esta dirección la conveniencia de un diseño adecuado de comisiones por desempeño y de una evaluación de la conveniencia de la Rentabilidad Mínima.

Los pasivos pensionales del gobierno, como el Fondo Pensional de los Entes Territoriales (FONPET), pueden tener un papel más dinámico del lado de la demanda. (Alarcón, 2017) sugiere la eliminación de la rentabilidad mínima y un cambio en los esquemas de remuneración, en conjunto con una reforma a su régimen de inversiones. De forma relacionada, sugiere precisar el concepto de detrimento patrimonial, tema planteado por (Córdoba & et al., 2015) y (Salamanca & et al., 2019 (2)) como un claro elemento de alta aversión al riesgo en el comportamiento de agentes del mercado.

Otro elemento que se destaca en la discusión acerca de potenciar la demanda es el proceso de integración de mercados de la Alianza del Pacífico. En este tema el pun-

to de regulación y tributación parecen de primer orden de importancia para facilitar el flujo de inversiones al interior del bloque. Adicionalmente una discusión sobre el nivel de impuestos a los inversionistas no residentes en instrumentos financieros y los trámites en que incurrir, puede ser útil para identificar un margen importante para estimular una mayor demanda de títulos locales.

(Alarcón, 2017), (Córdoba & Molina, Elementos para alcanzar el mercado de capitales que Colombia necesita: hoja de ruta y desafíos estructurales, 2017), y (WEF (2), 2016), entre muchos otros, realizan llamados alineados en la dirección de impulsar la integración financiera con la Alianza del Pacífico, buscando alinear las regulaciones de los países. Con esto se buscaría una mayor relevancia de la región ante los ojos de inversionistas internacionales.

En forma similar (Córdoba & Molina, Elementos para alcanzar el mercado de capitales que Colombia necesita: hoja de ruta y desafíos estructurales, 2017) y (WEF (2), 2016) recomiendan mover a Colombia hacia un plano de simetría, claridad, estabilidad y competencia en el entorno tributario relacionado con las actividades del mercado de capitales y con las dinámicas de inversión.

Un punto importante en el análisis del mercado de capitales tiene que ver con la estructura de competencia del sistema financiero. Más allá del análisis del efecto de la regulación y el esquema de compensación de las AFP, el trabajo de (Córdoba & Molina, Elementos para alcanzar el mercado de capitales que Colombia necesita: hoja de ruta y desafíos estructurales, 2017) hace énfasis en que el sistema financiero tiene una alta concentración.

(Petrecolla, 2019) enfoca su estudio en las condiciones de competencia en la industria de Asset Managers en Colombia, y concluye existe alta concentración en los mercados de fondos de pensiones obligatorias y fondos de cesantías. Señala a altas barreras de entrada que ocasionan la existencia de mercados poco desafiables. Esta estructura de mercado debería llevar a un análisis sobre las medidas necesarias desde el punto de vista de gobierno corporativo para promover la transparencia y gestionar adecuadamente los conflictos de interés al interior de los conglomerados.

En lo que respecta al mercado de deuda privada, durante los últimos años se observa una reducción importante en el monto y número de emisiones, así como una concentración en emisores del sector financiero y de calificación AAA. Cerca del 90% de las emisiones son AAA, mientras el resto es AA+.

De acuerdo con (Alarcón, 2017) el temor a una baja demanda por parte de los inversionistas institucionales sesga las emisiones a favor de montos altos y de calificación AAA. Un factor relevante es límite de las AFP de participar hasta en un 30% de una emisión. Su alta concentración puede disuadir a algunas empresas a participar del mercado.

El grupo de trabajo los "Visionarios" liderado por la BVC y que contó con la participación de Asobancaria, Asobolsa, Asofiduciarias, Asofondos y Fasecolda proponen dinamizar el mercado de deuda privada enfocándose en los costos de emisiones de bajo monto, costos de inscripción y mantenimiento, procesos y tiempos de emisión.

Otros aspectos del ámbito de productos comienzan por el llamado a establecer a IBR como la verdadera referencia de tasas de interés de corto plazo del mercado, tal como expone (Alarcón, 2017). Por otro lado, (WEF (2), 2016) recomienda construir un entorno para favorecer el mercado de securities lending. Finalmente, son muchos los llamados a profundizar la educación financiera, desde un punto de vista amplio, y específico al mercado de capitales. En esta dirección apuntan, entre otros, (Alarcón, 2017) y (WEF (2), 2016).

2.1 MERCADO INTERMEDIADO

Por su naturaleza, el mercado intermediado o bancario suele definirse en términos de los tipos de agentes que permiten canalizar los ahorros de la sociedad hacia el plano crediticio para uso de empresas y personas. Estos agentes son establecimientos de crédito, compañías de financiamiento, corporaciones y cooperativas financieras. En el mercado intermediado participan cerca de 120 entidades que son supervisadas por la Superintendencia Financiera, como se muestra en la **Tabla 2**.

8. Véase (Jara, 2006).

TABLA 2.
Número de agentes del mercado intermediado

AGENTE	NÚMERO
Establecimiento Bancarios	26
Corporaciones Financieras	5
Compañías de Financiamiento	14
Almacenes Generales de Depósito	3
Organismos Financieros del Exterior	37
Organismos Financieros del Exterior Sin Establecimiento de Comercio	21
Administradoras de Sistemas de Pago de Bajo Valor	9
Sociedades Especialistas en Depósitos y Pagos Electrónicos - Sedpe	4
Holdings Financieros	7

Fuente: SFC

2.1.1 Instrumentos bancarios de ahorro (cuentas de ahorro, cuentas corrientes y CDT)

Los instrumentos bancarios de ahorro son fundamentales para la canalización de los recursos de los ahorradores hacia los créditos y, en general, para financiar las inversiones de la economía. Estos instrumentos corresponden a las Cuentas de Ahorro, Cuentas Corrientes y los Certificados de Depósitos a Término (CDT) ofrecidos, principalmente, por los establecimientos de crédito. Estos últimos, así como las corporaciones y cooperativas financieras son los encargados de captar estos recursos y disponerlos para los créditos asumidos por los agentes económicos, o invertirlos a través de sus tesorerías en el mercado de valores.

Como se observa en el **Gráfico 1**, estos productos han mostrado un distinto grado de crecimiento en las últimas décadas. En el periodo 1996-2018, el monto ahorrado en cuentas corrientes presentó un crecimiento anual promedio de 4.6%, en contraste con el 11.1% para cuentas de ahorro y 5.1% para CDT. En la actualidad, la mezcla de estos instrumentos varía según las condiciones macroeconómicas y el entorno del mercado, pero en general se ha mantenido una participación similar entre cuentas de ahorro y CDT, y una menor de cuentas corrientes.

GRÁFICO 1.
Evolución histórica instrumentos bancarios Billones de Pesos 2016

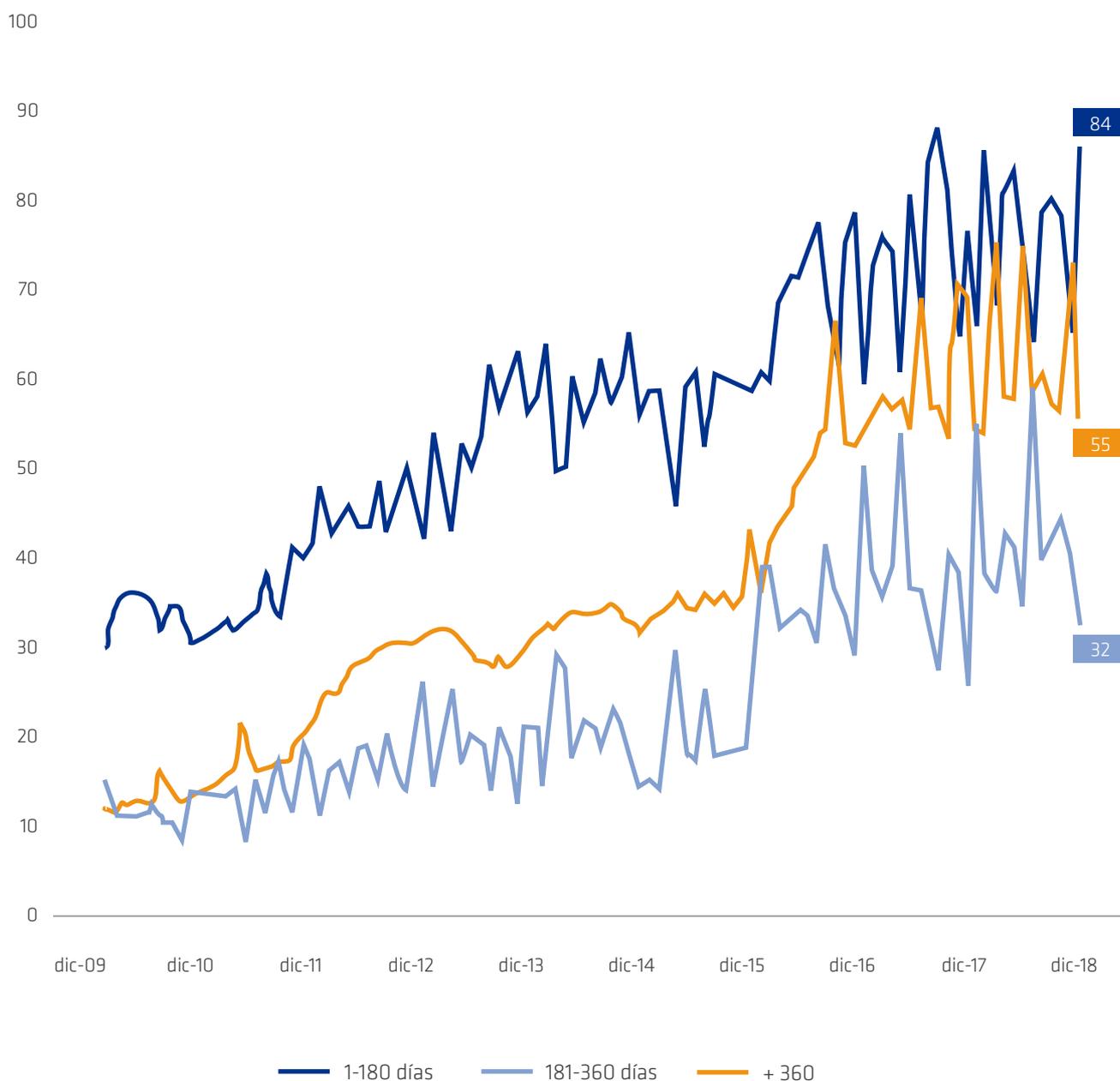


Fuente: SFC

En cuanto a los plazos de los CDT, los ahorradores prefieren los plazos menores a un año (**Gráfico 2**), con un 49% en plazos menores de 180 días a finales de 2018, y poco más de 32% para los mayores a un año.

GRÁFICO 2.

Evolución histórica CDT por plazo Billones de Pesos



Fuente: SFC

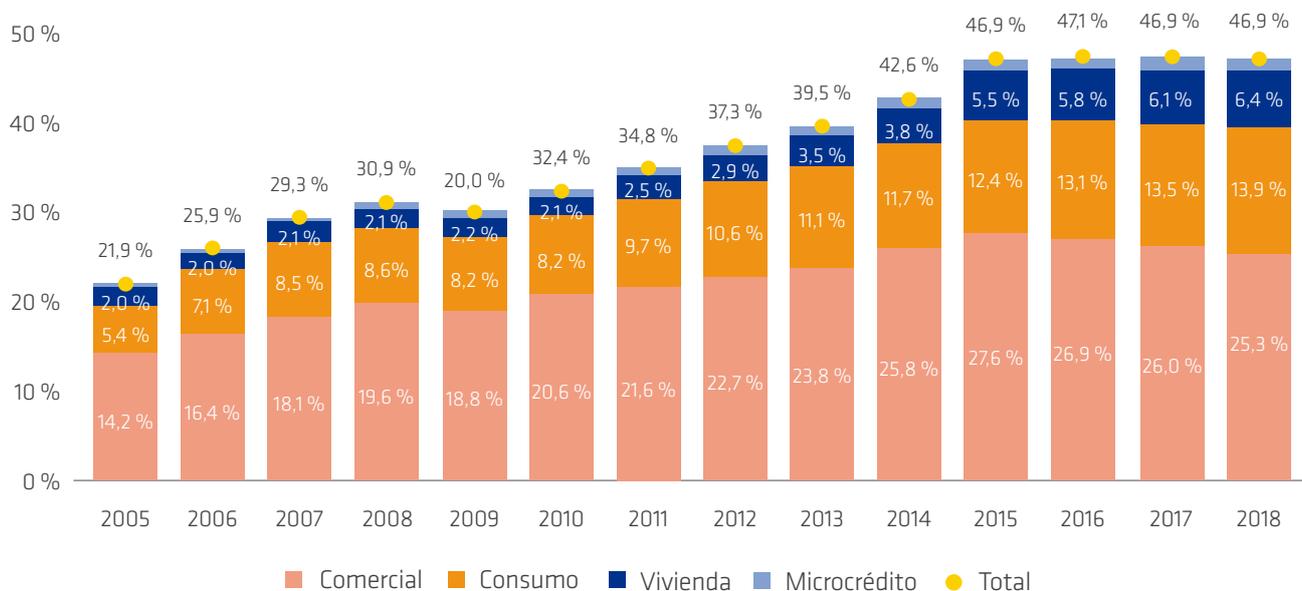
Debido un reciente incremento en los plazos de los CDT, se han generado inquietudes entorno al cambio en las fuentes de fondeo del mercado, desde bonos hacia CDT. (Salamanca & et al., 2019) estudia esta hipótesis y encuentra que la evidencia no la soporta.

2.1.2 Instrumentos bancarios de deuda (créditos comerciales, de vivienda, microcréditos y otros créditos de consumo)

Para el año 2018, la profundización bancaria en Colombia, medida como la cartera total como porcentaje del PIB, fue de 47% (Gráfico 3). Esto representa un desarrollo importante del sistema financiero en las últimas dos décadas, dado que a comienzos de siglo esta relación se ubicaba en 23%.

GRÁFICO 3.

Profundización financiera (Cartera/PIB)

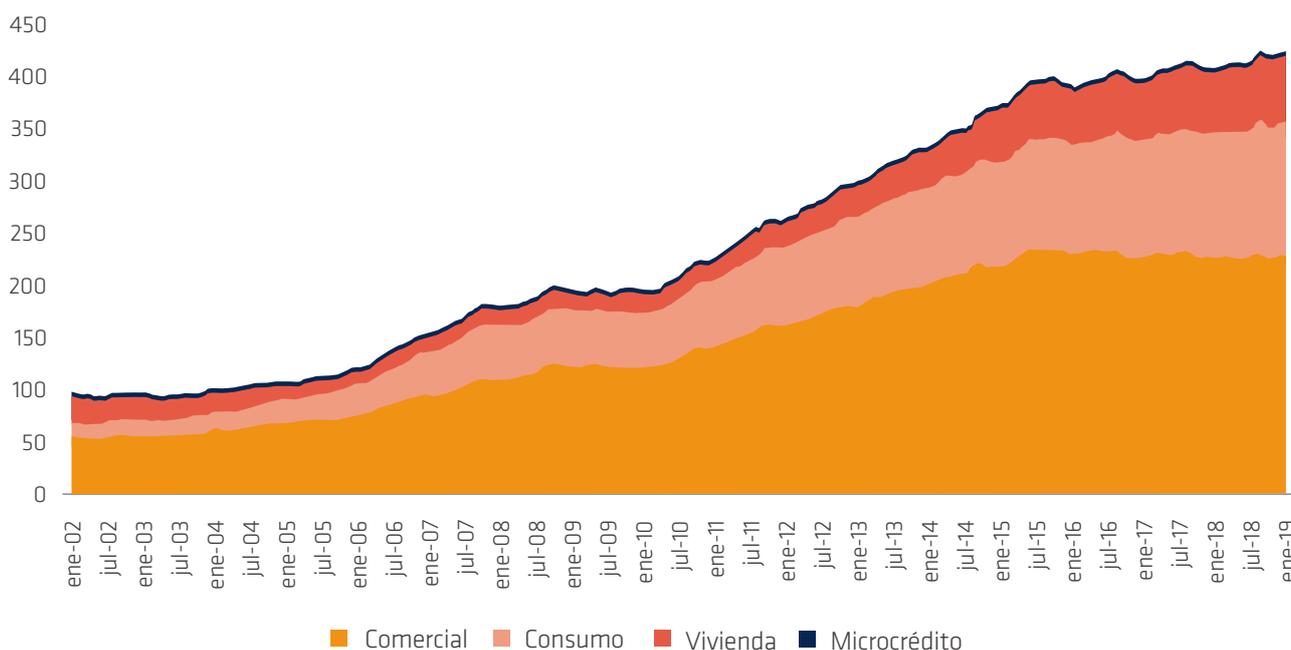


Fuente: SFC

La modalidad de cartera que representa la mayor proporción respecto al total de la cartera es comercial (53.6%), seguida por consumo (30.0%) y vivienda (13.7%). Los microcréditos tan solo representan el 2.7% de la cartera total (Gráfico 4).

GRÁFICO 4.

Evolución de la cartera por modalidades Billones de Pesos 2016



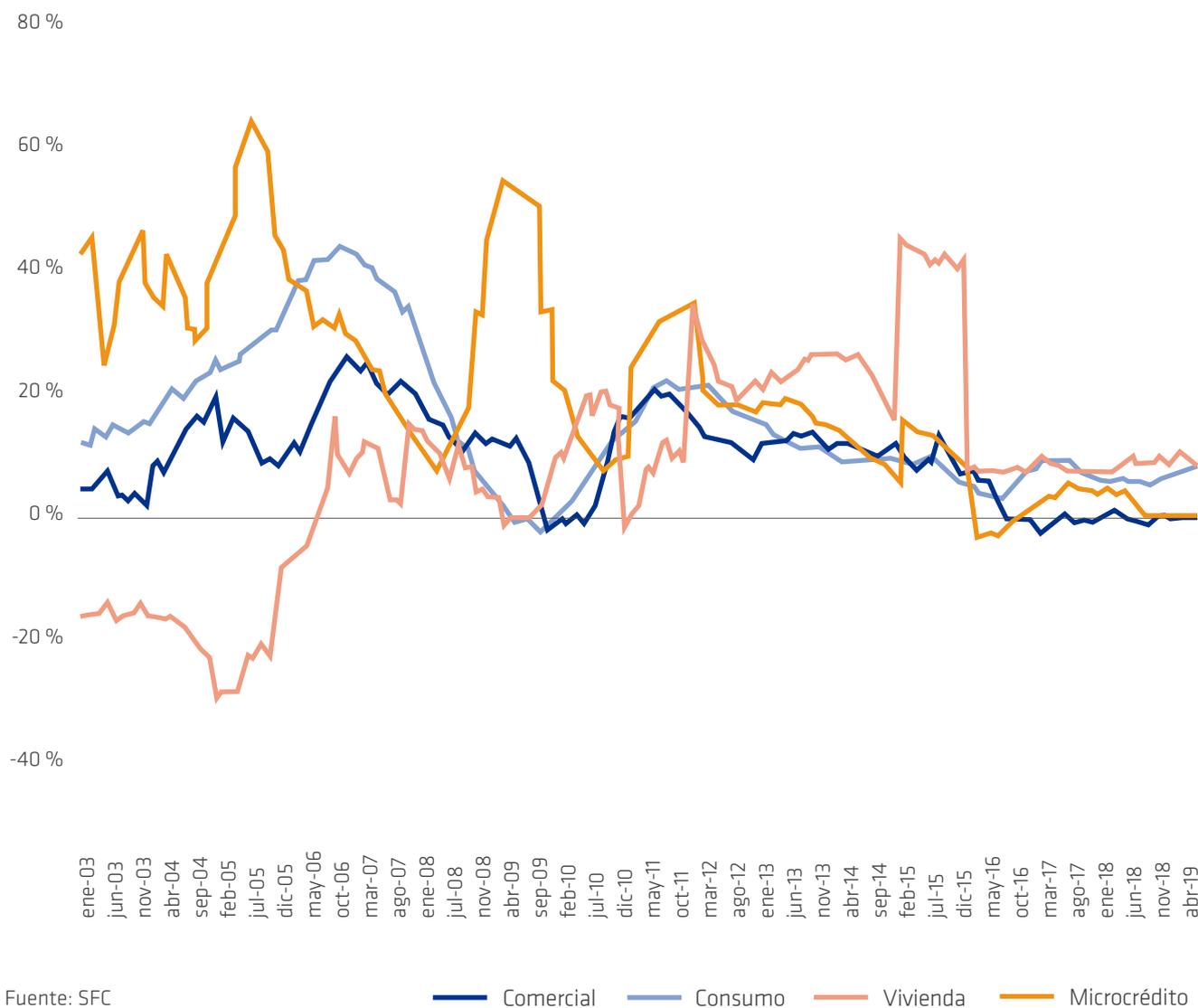
Fuente: SFC

Durante las últimas dos décadas, la modalidad de cartera que ha ganado mayor peso dentro del total es la cartera de consumo, pasando de 14.7% en el año 2000 a 29.6% en 2018. En contraste, la cartera de vivienda pasó

de ser 31.3% en 1999 a 13.7% en 2018. Recientemente, la cartera de vivienda es la modalidad que presenta un mayor crecimiento anual, el cual se ha ubicado, en promedio, en 7.7% en los últimos tres años (**Gráfico 5**).

GRÁFICO 5.

Crecimiento real de la cartera real por tipo



Por otro lado, pese a la reciente desaceleración del crédito (crecimiento promedio de -0.67% en los últimos tres años), esta modalidad sigue siendo la de mayor peso dentro de la cartera total (54% en 2018).

Al diferenciar por plazos, se evidencia que el saldo de créditos mayores a 5 años presentó un crecimiento sostenido hasta 2018 hasta llegar a representar cerca del 58% (\$149.1 billones) del total de la cartera co-

mercial, en contraste con las colocaciones menores a 5 años que en conjunto sumaban \$105.8 billones de pesos, como se muestra en el **Gráfico 6**, lo cual es consecuencia de un incremento del 3% (2002-2009) al 20% (2017-2019) de proporción de desembolsos a estos plazos⁹.

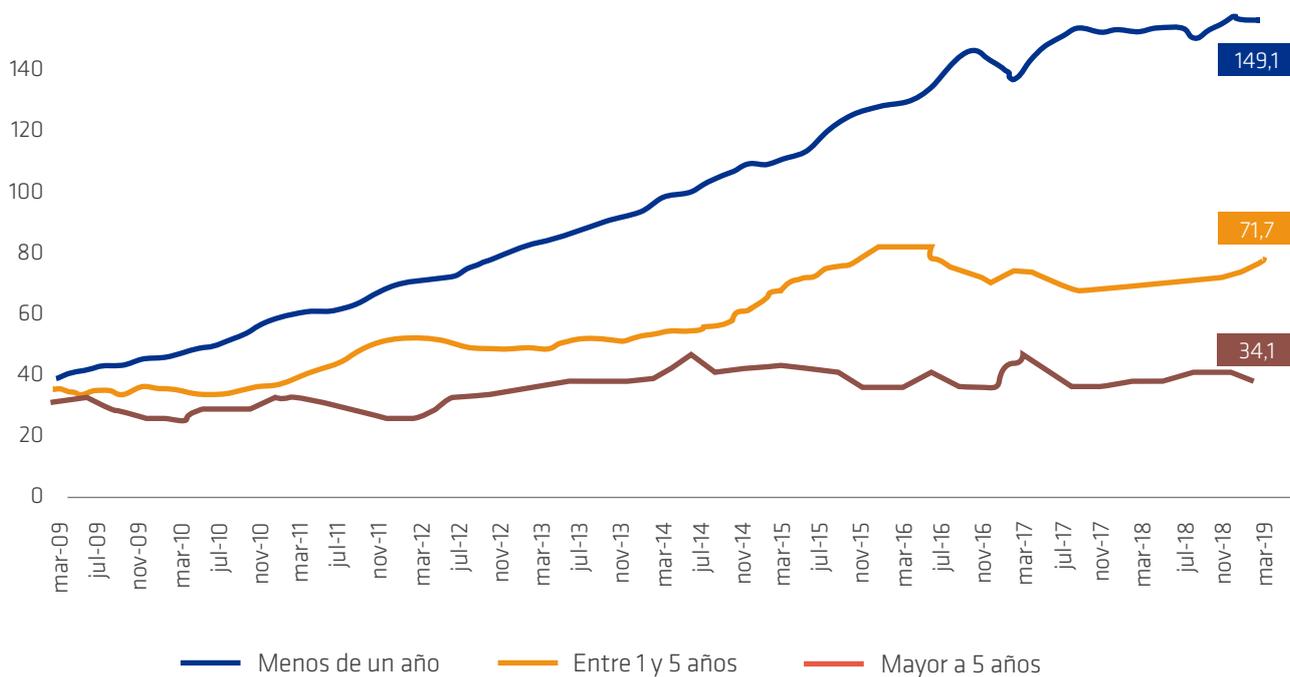
Adicionalmente, como lo señala (Salamanca & et al., 2019), en la última década

se observa un aumento de la participación de las operaciones grandes (superiores a \$109 mil millones de pesos), que para junio de 2018 ocupaban entre el 15 y 20% del total de la cartera empresarial.

9. Véase (Salamanca & et al., 2019).

GRÁFICO 6.

Cartera comercial por plazo Billones de Pesos

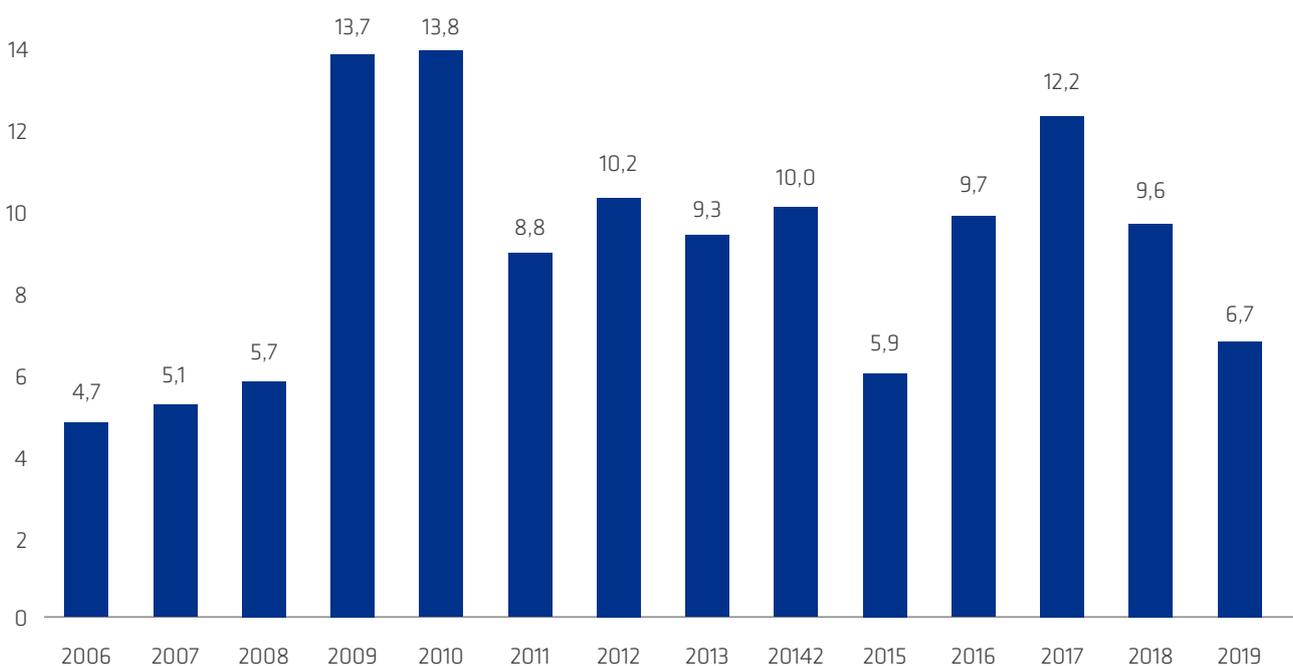


Fuente: SFC

En contraste, el mercado de deuda corporativa en Colombia ha se ha reducido en los montos colocados desde finales de la década pasada (**Gráfico 7**).

GRÁFICO 7.

Colocaciones de deuda corporativa Billones de Pesos



Fuente: BVC *Datos acumulados a junio de 2019

Por otro lado, el número de emisores no ha crecido en los últimos años, manteniéndose en 21 firmas en 2018 (igual cantidad que en 2006) y ubicándose, en promedio, en 20 firmas emisoras en los últimos 5 años. En adición, existe una fuerte concentración de las emisiones en las entidades del sector financiero, lo que sugiere que las empresas del resto de sectores que no ven en el mercado de deuda corporativa una alternativa de financiamiento de sus inversiones.

El panorama anteriormente descrito resulta aún más llamativo teniendo en cuenta que de acuerdo a los resultados sobre costos de fuentes de financiación para las empresas en Colombia¹⁰ "... existe una falta de correspondencia entre aquellas firmas para las que las ventajas financieras de acceder al mercado capitales son mayores, y aquellas que por los montos demandados están mejor posicionadas para utilizar este canal de financiación" ya que para los créditos empresariales entre \$12.000 y \$109.000 millones, las tasas de interés son significativamente superiores a las de montos más altos.

2.1.3 Portafolio de inversiones de establecimientos de crédito

A cierre de 2018, según las cifras de la Superintendencia Financiera de Colombia, el portafolio de inversiones de los establecimientos de crédito locales asciende a \$130 billones, lo que corresponde al 19.7% del total de los activos de estas entidades, de los cuales \$116 billones corresponden a los bancos. Este portafolio está compuesto en 43% por títulos de deuda pública (\$55.9 billones), 19.1% (\$24.8 billones) por instrumentos de participación, 8.1% (\$11.3 billones) por valores de deuda y el restante corresponde a títulos representativos de patrimonio en emisores del exterior.

2.2 MERCADO NO INTERMEDIADO

El mercado no intermediado suele definirse en término de los productos utilizados para convertir el ahorro en inversión, y que se agrupan en las líneas de renta fija, renta variable, derivados y otros.

A pesar de la potencial variedad de productos, se puede subdividir cada mercado en un mapeo que continuamente cambia con el entorno del mercado, así:

<p>RENTA FIJA: bonos de deuda pública, bonos de deuda privada, CDT y titularizaciones.</p>
<p>RENTA VARIABLE: acciones, que pueden definirse de varios tipos.</p>
<p>DERIVADOS: forwards, futuros, swaps y opciones.</p>
<p>OTROS.</p>

En adición, este mercado define instrumentos que permiten canalizar el ahorro hacia la inversión por vía de agregación de recursos y de centralización de procesos de inversión: fondos de pensiones obligatorias, fondos de pensiones voluntarias, fondos de cesantías, fondos de inversión colectiva, fondos de capital privado, y las reservas técnicas que respaldan los seguros.

El Informe final la Misión del 1996 estableció que para el momento uno de los mayores retos para el país era la diversificación en lado de la oferta de activos financieros, tanto por parte del sector público como el privado¹¹. A partir de allí se cuentan los logros importantes como: i) la potencialización del papel del Estado y sus entidades como emisores activos del mercado y ii) la posibilidad de contar con instrumentos de inversión alternativos a los bonos y acciones.

(Alarcón, 2017)⁴ resalta que el país cuenta con un mercado de deuda pública profundo que le representa al Estado una fuente de financiación eficiente y a los inversionistas instrumentos de inversión en una diversidad de plazos. Adicionalmente, los procesos de democratización de las entidades del sector real con participación estatal han posibilitado la ampliación del universo de demandantes en el mercado de capitales.

Por último, en términos del desarrollo de productos, el mercado colombiano ha ampliado en las últimas dos décadas el menú de alternativas, particularmente en titularizaciones hipotecarias e inmobiliarias, y en derivados. A continuación, se presenta la evolución reciente y la situación actual de productos del mercado de valores.

2.2.1 Activos del mercado no intermediado

A Instrumentos de renta fija

Las recomendaciones de la Misión de 1996 apuntaron a desarrollar un mercado de deuda pública profundo y líquido que brindara el soporte para el crecimiento del mercado de valores en el país. Desde entonces, se han lanzado nuevas referencias que han ampliado el plazo de la curva de rendimientos; en adición, se ha profundizado el esquema de creadores de mercado, y se mantiene transparencia en el cronograma de emisiones.

La última década ha visto el incremento de la participación de inversionistas extranjeros en el mercado de deuda pública, en parte debido al exceso de liquidez y las bajas tasas de interés en los mercados internacionales, así como las mejoras en la estabilidad macroeconómica y la inclusión del país en índices globales de inversión. No en vano, en la actualidad, este segmento es el más líquido y profundo en el mercado local. En adición, este mercado ha sido referente regional en las últimas décadas.

Por su parte, la profundidad y liquidez del mercado de deuda corporativa no ha estado al nivel del mercado de deuda pública. De hecho, recientemente las emisiones y emisores de acciones y bonos han mermando notablemente. En efecto, como lo exhibe (Salamanca & et al., 2019), el mercado de valores de renta fija como mecanismo de financiamiento de empresas se encuentra rezagado con respecto a instrumentos bancarios de financiamiento.

El mercado ha ampliado la oferta de productos en las últimas décadas, abriendo campo a titularizaciones, derivados y fondos de capital privado y de inversión colectiva, aunque, como se exhibirá en las siguientes secciones, aún queda mucho campo para desarrollarse y profundizarse. La oferta de productos derivados se ha incrementado, aunque la tasa representativa del mercado (TRM) concentra el universo de subyacentes.

10. (Salamanca & et al., 2019).

11. (Cárdenas & Et al., 1996).

12. Véase (Alarcón, 2017).

Por su parte, la Misión de 1996 formuló recomendaciones específicas para el mercado de titularizaciones como la de promover la creación de sociedades titularizadoras, lo cual se hizo realidad a finales del milenio mediante la Ley 546 de 1999, que permitió la creación de la Titularizadora de Colombia en 2002. No obstante, la oferta de productos titularizados ha disminuido considerablemente en los últimos años, en parte debido al desmonte de beneficios tributarios.

Deuda pública

Un mercado desarrollado de deuda pública es un componente necesario para el desa-

rollo del mercado de capitales. Esto es especialmente cierto para el mercado de títulos de renta fija, en donde un entorno líquido de operación puede ofrecer al mercado una curva de valoración base, sobre la cual resulta natural formar precios de deuda de empresas con distinta calidad crediticia.

En las últimas décadas, Colombia ha avanzado en una dirección adecuada al ampliar el plazo de esta curva, generando una dinámica notable de rotación de la deuda y logrando una reducción de los bid-offer spreads.

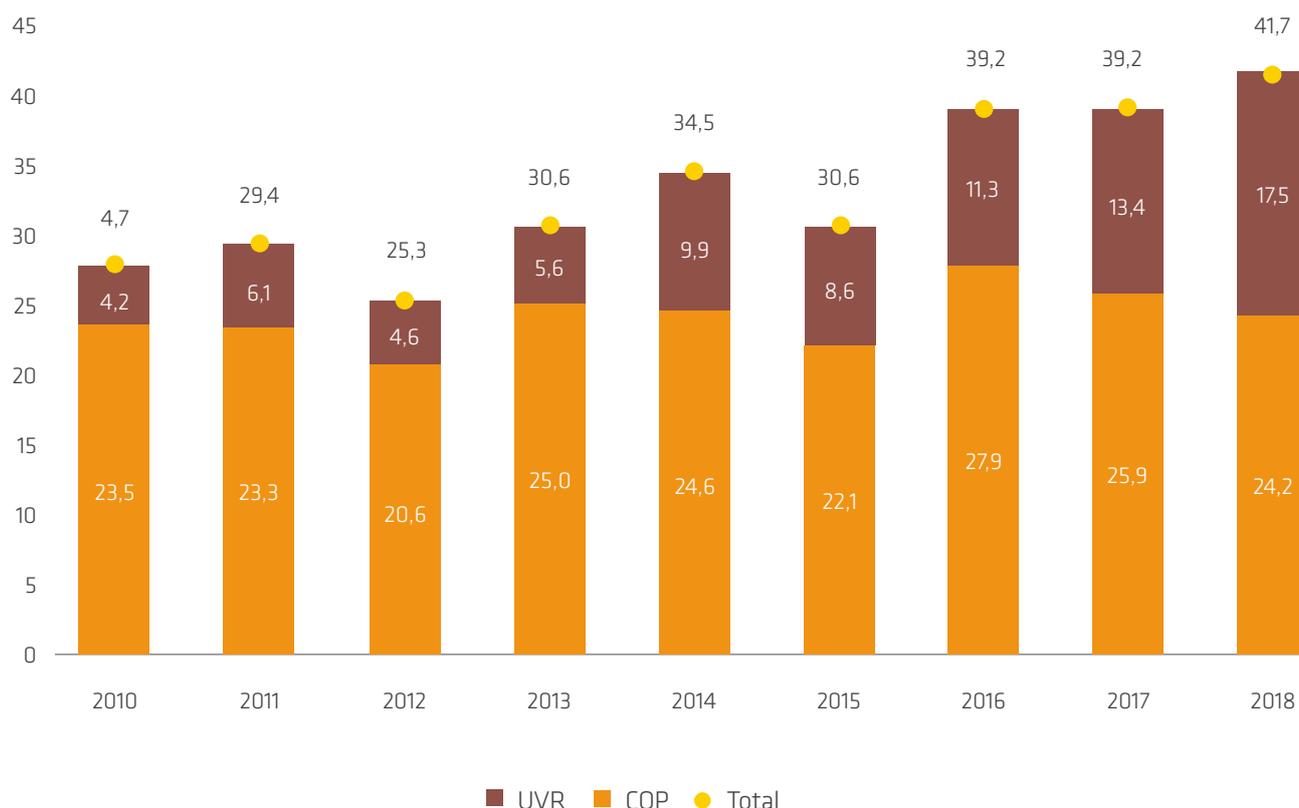
La Misión de 1996 presentó recomendaciones específicas que buscaban el desarrollo del mercado de TES. Entre otras cosas, se propuso (i) la eliminación de colocacio-

nes obligatorias y convenidas, (ii) la participación de intermediarios financieros para ejercer funciones de agentes colocadores y de underwriters, y (iii) la definición de esquemas de creadores de mercado¹³, buscando así incrementar el volumen en el mercado secundario. El mercado efectivamente logró un desarrollo notable y actualmente es la opción de inversión más líquida y profunda en el mercado de capitales local.

Las colocaciones de TES se han incrementado en 50% en la última década, pasando de \$27.7 billones de pesos (nominales) en 2010 (\$23.5 billones en COP y \$4.2 billones en UVR), a \$41.7 billones a finales de 2018 (\$24.2 billones y \$17.5 billones, respectivamente), como se exhibe en el **Gráfico 8**.

GRÁFICO 8.

Colocaciones anuales de TES por moneda Billones de Pesos



Fuente: MHCP

En el mercado secundario, las negociaciones de deuda pública han seguido la dinámica del mercado primario, con un incremento del 38% desde 2010. En 2010 se negociaron en

el mercado secundario \$5.8 billones de pesos diarios en promedio, \$3.6 billones (61%) a través del SEN, \$1.1 billones (18%) en el MEC y \$1.2 billones (20%) en otros sistemas.

13. Conocidos también en el sistema anglosajón como *market makers*.

Para finales de 2018, el volumen promedio diario ascendió a \$8.1 billones, 77.8% a través del SEN, 7.4% a través del MEC y 14.8% en otros sistemas, como se exhibe en el **Gráfico 9**.

GRÁFICO 9.

Volumen promedio diario de TES negociado en el mercado secundario por sistema Billones de Pesos



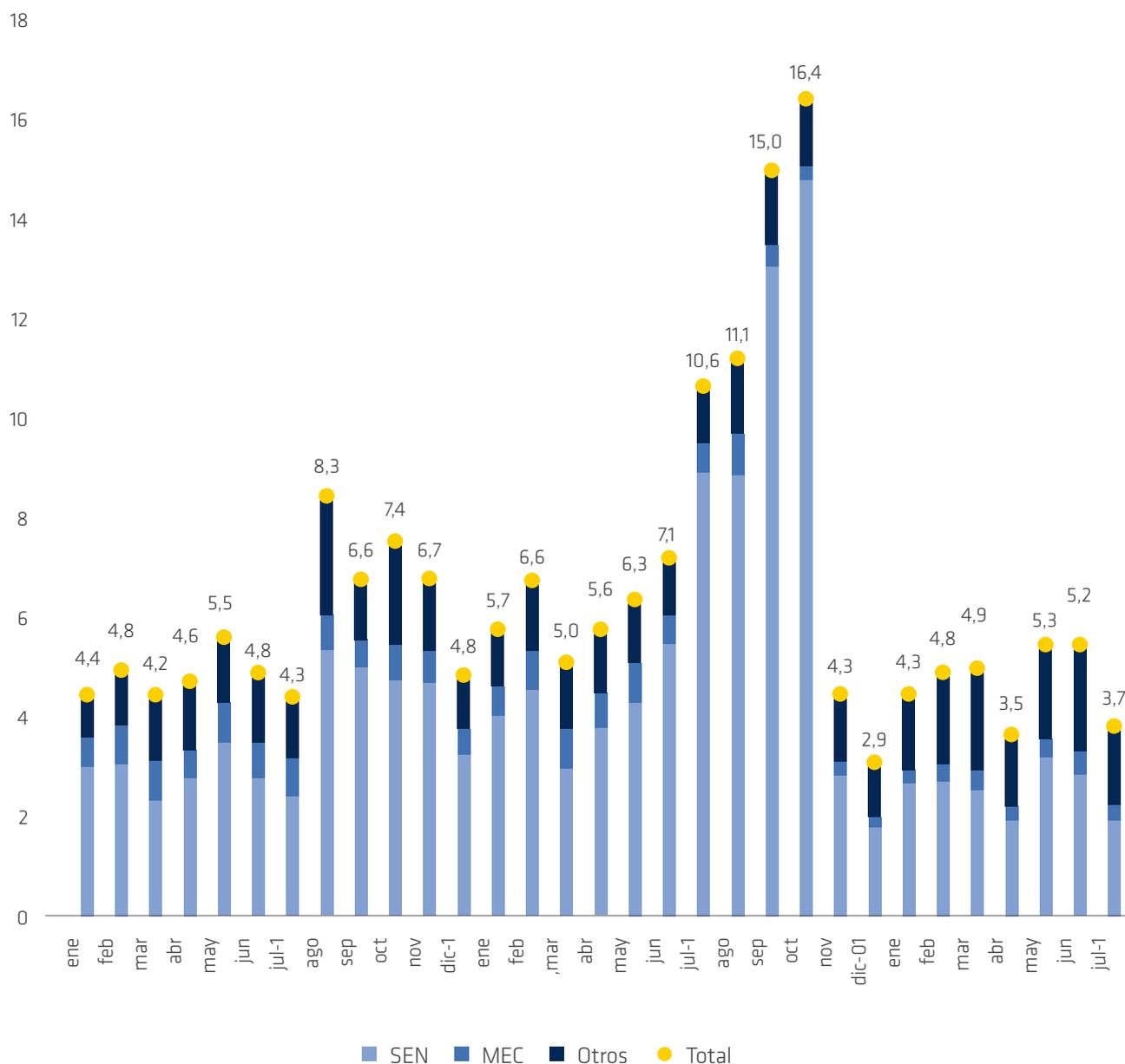
Fuente: MHCP

Durante 2018 se presentó un incremento considerable en las negociaciones diarias en el mercado secundario. Desde el mes de julio los volúmenes sobrepasaron niveles promedios históricos, hasta llegar a 16.4 billones de pesos negociados diarios en promedio en el mes de octubre.

No obstante, en los meses restantes de 2018 y en lo que corre de 2019, el promedio de negociación diaria se redujo, promediando 4.3 billones diarios, que contrasta con los 5.7 billones diarios en promedio del periodo enero 2017 a junio 2018, y 4.6 billones del periodo enero 2017 a julio 2017 (**Gráfico 10**).

GRÁFICO 10.

Volumen promedio diario de TES negociado en el mercado secundario por sistema Billones de Pesos



Fuente: MHCP

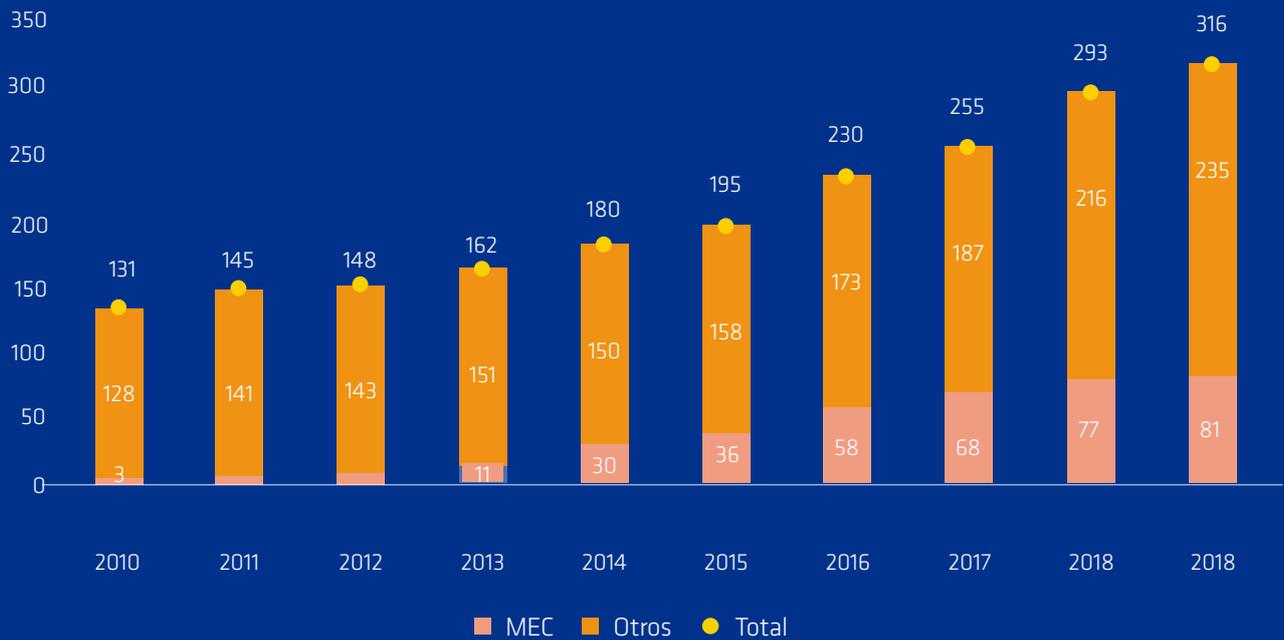
Es claro que la liquidez de este mercado es crucial para soportar el mercado general de renta fija, y caídas de este tipo deben ser estudiadas cuidadosamente. Sin embargo, en el caso actual parece ser una reorganización del mercado. Octubre 2018 coincide con la entrada en operación de la plataforma de negociación *Master Trader* de la Bolsa de Valores y el inicio del segmento privado del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público. El volumen alto durante el 2018 parece reflejar las características del esquema anterior de creadores del mercado, que exigía más competencia en pantallas. Sin embargo, este desarrollo reciente de la liquidez de los TES debe ser monitoreada cuidadosa-

mente, para estudiar causas de posibles futuras reducciones adicionales en el volumen operado.

El exceso de liquidez y las bajas tasas de interés en los mercados internacionales, así como las mejoras en la estabilidad macroeconómica y la inclusión del país en índices globales de inversión, han contribuido a que los inversionistas extranjeros hayan incrementado su participación en el mercado de deuda pública local. De hecho, la tenencia de TES de los extranjeros se ha incrementado de \$3 billones en 2010 a \$81 billones a finales de 2018, el 26% del mercado, como se muestra en el [Gráfico 11](#).

GRÁFICO 11.

Colocaciones anuales de TES por origen del tenedor Billones de Pesos

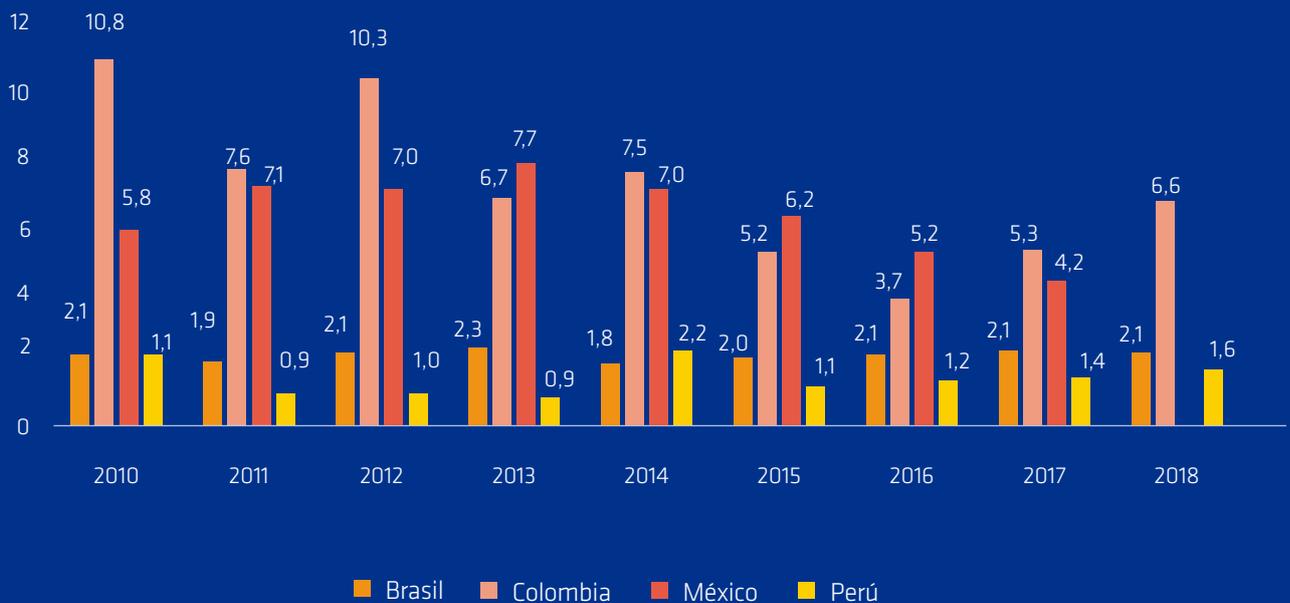


Fuente: MHCP

A pesar de que el *turnover*¹⁴ del mercado colombiano ha caído en los últimos años, lo cierto es que este es alto en comparación con los países de América Latina (Gráfico 12).

GRÁFICO 12.

Turnover anual por países



Fuente: Banco Mundial

14. El turnover se define como el volumen de negociación dividido sobre el saldo total.

En 2010, el *turnover* del mercado local ascendió a 10.8, doblando a México que exhibió el segundo indicador más alto de los países analizados (5.8), seguido por Brasil (2.1) y Perú (1.1). Aunque el mercado mexicano, a partir de 2013 y hasta 2016, superó al mercado local en volumen negociado en deuda pública con respecto al saldo, el mercado colombiano se mantuvo como el más dinámico en los últimos dos años. Lo anterior evidencia que las acciones tomadas en el pasado le han permitido al país contar con un mercado de deuda pública más profundo y con mayor liquidez que sus pares regionales.

Una de estas medidas consistió en la creación del esquema de Creadores de Mercado. La Dirección General de Crédito Público del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (DGCPTN) lanzó en 1998 el Programa de Creadores de Mercado para Títulos de Deuda Pública (en adelante, PCMTDP) con el fin de fomentar unas adecuadas condiciones de financiación para la Nación en el mercado de capitales por medio del desarrollo del mercado de títulos de deuda pública¹⁵.

En la actualidad el PCMTDP se define como la agrupación de Bancos, Corporaciones Financieras y Sociedades Comisionistas de Bolsa denominadas Creadores de Mercado, encargadas de las labores de compra en el mercado primario, comercialización y distribución en el mercado secundario y estudio de la Deuda Pública interna del país.

La DGCPTN designa por un año calendario a los Creadores de Mercado. Estos corresponden a los Bancos, Corporaciones Financieras y Sociedades Comisionistas de Bolsa, pertenecientes al sistema financiero colombiano, que cumplan con los requisitos de Patrimonio Técnico y calificaciones de riesgo, entre otros¹⁶.

La obligación más relevante de este esquema consiste en la cotización continua de puntas de compra y venta para títulos de cotización obligatoria; los derechos incluyen el acceso a las colocaciones de TES en el mercado primario, acceso a las colocaciones no competitivas, y acceso al primer escalón del SEN.

El número máximo de entidades participantes para una vigencia en el Programa de Creadores de Mercado para Títulos de Deuda Pública es de dieciocho (18), de las cuales

se encuentran activas trece (13) en 2019, con participantes designados.

La evaluación de las entidades participantes en el PCMTDP se realiza mensualmente y en diciembre se publica el ranking del año para establecer las entidades que se mantendrán como Creadores de Mercado para la siguiente vigencia, excluyendo a la que ostente la última posición en todos los componentes del escalafón. Esta calificación se realiza con base en el desempeño de cada participante en los mercados primario y secundario de TES Clase B.

La DGCPTN ha mantenido la dinámica saludable de anunciar anticipadamente al mercado su calendario de emisiones. Una vez se autoriza por parte del Consejo Superior de Política Fiscal (CONFIS) el Plan Financiero para una vigencia determina-



da, la DGCPTN anuncia al público la estructura a través de la cual obtendrá su financiamiento en el mercado de capitales local, señalando los papeles Clase B en pesos y en UVR que colocará en el mercado a través de las subastas primarias, así como el calendario de estas para cada semana del año. Los montos para las colocaciones por subasta se establecen para cada trimestre. Estos montos pueden modificarse de acuerdo con el desarrollo que presente la ejecución de la meta de financiamiento para cada vigencia.

Finalmente, en los últimos años se ha ampliado el plazo de la curva. Recientemente, en el 2018, se emitió un TES UVR a 30 años. La expectativa – y el apetito – del mercado apunta a una dinámica de continuación y profundización de este tipo de emisiones. De hecho, en el corto plazo se espera ampliar el plazo de la curva para papeles en pesos.

Bonos

El desarrollo del mercado de deuda pública ha sido fundamental para el posterior desarrollo de la deuda privada.

No obstante, el mercado de deuda privada no ha experimentado el mismo auge que el mercado de TES en cuanto a volumen emitido, en especial en el sector no financiero, y el monto de las negociaciones en el mercado secundario.

El mercado de deuda privada experimentó un formidable crecimiento en el monto emitido desde 2006 hasta 2010, que aún marca el pico del mercado. Para el año 2003, el monto de emisiones ascendía a \$300 mil millones de pesos, cifra que para 2010 creció hasta \$11.9 billones. Posteriormente, el monto emitido descendió hasta tocar un mínimo en 2015 de \$5.3 billones

de pesos, para recuperarse hasta \$8 billones durante 2018. Por su parte, el mercado secundario de bonos (Gráfico 13) ha perdido dinámica como consecuencia de la caída en las emisiones primarias y de la menor rotación de los papeles. Para 2010, el monto transado ascendió a \$124 billones, mientras que para 2018 los volúmenes negociados en el mercado secundario se redujeron drásticamente hasta \$26 billones.

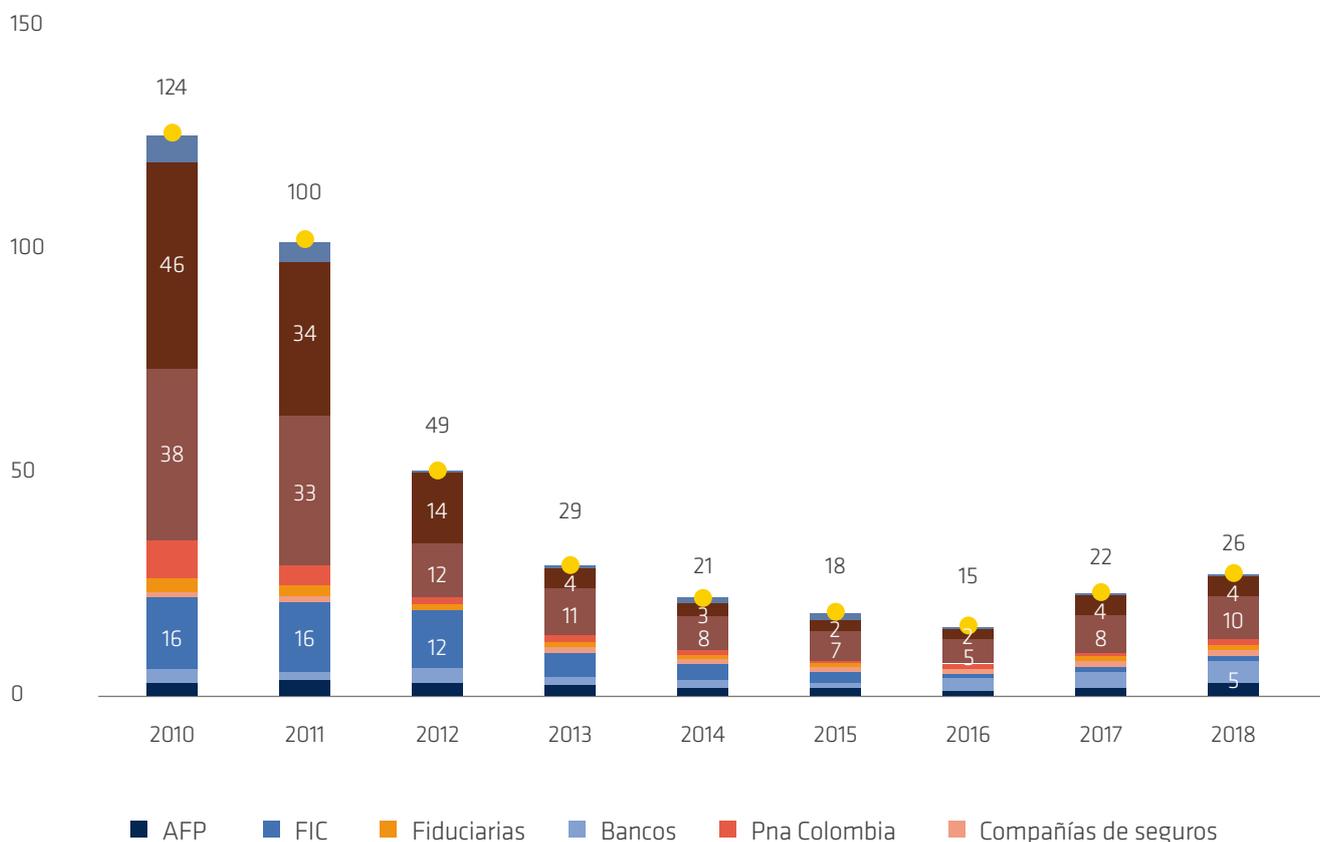
El mercado de deuda privada ha sido exitoso en la colocación de grandes emisiones, aunque algunas emisiones más pequeñas no han tenido el auge esperado, en parte debido a que son muy costosas por el tamaño¹⁷.

15. Véase Resolución 5112 de 2018 (artículo 2) de la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional.
16. Véase Resolución 5112 de 2018 (artículos 7, 8, 9, 10 y 11) de la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional.
17. (Hernández, 2018).

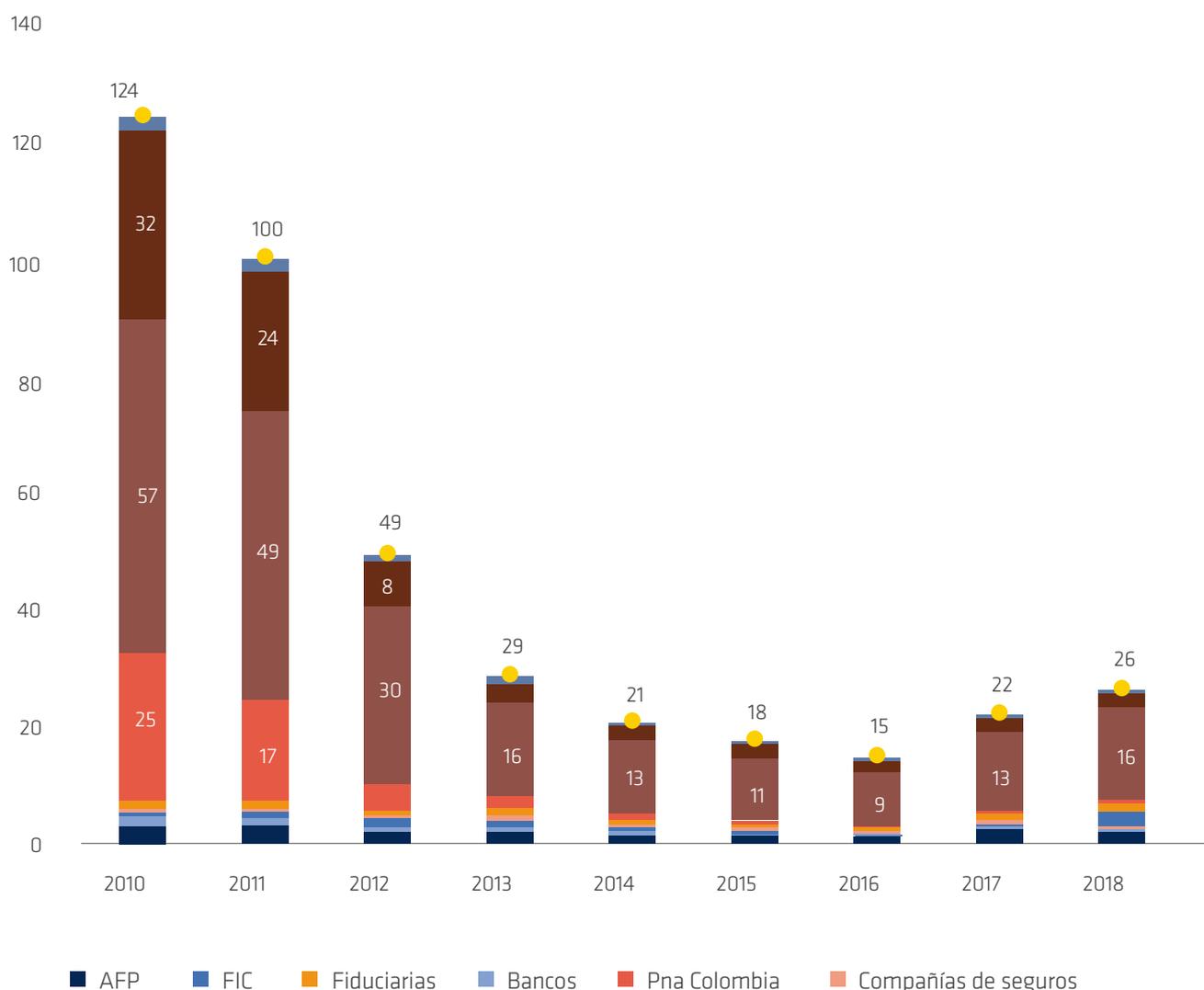
GRÁFICO 13.

Transacciones del mercado secundario de deuda corporativa Billones de Pesos

Panel a) Compras por tipo de agente



Panel b) Ventas por tipo de agente



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

Los costos de transacción de deuda corporativa oscilan entre 1.2% y 2.0% del monto operado, con mayor cargo a las emisiones de bajo monto y menor plazo. En adición, cuando se actúa de contraparte, los márgenes pueden alcanzar hasta 400 puntos básicos para plazos menores a un año. En cuanto a operación de simultaneas, los costos de intermediación incrementan con monto y plazo hasta 0.7%.

Las sociedades comisionistas de bolsa (SCB) y el sector real han sido los principales compradores y vendedores de bonos corporativos. Las SCB participan en promedio con cerca de un tercio de la compra y en más de la mitad de las ventas del mercado, mientras que el sector real lo

hace con cerca de 20% tanto en el caso de la compra como en el de venta.

Cabe anotar, finalmente, que si bien la regulación del mercado monetario establece como regla general la posibilidad de que el Banco de la República considere la aceptación de bonos privados en operaciones de mercado abierto de expansión¹⁸, a la fecha el reglamento operativo no los considera¹⁹, pero de hacerlo es posible que la deuda privada adquiera mayor dinamismo debido al apetito que puede suscitar entre los participantes del mercado. Sin embargo, la admisibilidad operativa requiere que el Banco considere, entre otros elementos, la liquidez de los títulos y la calidad crediticia de los bonos aceptables para la realización de las OMAS.

Titularizaciones

La titularización de activos ha sido parte fundamental del desarrollo del mercado de capitales en los países desarrollados, especialmente en el mercado hipotecario. Esta alternativa de inversión trae enormes beneficios para la entidad emisora como para el inversionista.

Por un lado, la entidad emisora reduce sus riesgos de plazo y descalce, los costos de financiamiento y las necesidades de capital, y permite diversificar sus fuentes de financiamiento, incrementar la rotación de activos y la liquidez. Por otro lado, para los inversionistas, la titularización de activos les ofrece un vehícu-

lo para diversificar riesgos y ampliar las alternativas de inversión.

La Misión de 1996 formuló recomendaciones específicas para el mercado de titularizaciones: (i) desarrollar índices de siniestralidad, (ii) clarificar la regulación en cuanto a los patrimonios autónomos, (iii) independizar el riesgo entre emisores y los activos originados, y (iv) promocionar la creación de sociedades titularizadoras. Desde finales del milenio, Colombia ha avanzado en la dirección correcta al sentar las bases de la titularización hipotecaria mediante la Ley 546 de 1999, que permitió la creación de la Titularizadora de Colombia en 2002. Desde entonces, los inversionistas del mercado

han contado con activos titularizados; en particular, ha tenido gran éxito la titularización de la cartera hipotecaria de las entidades bancarias.

En la actualidad, el portafolio de activos titularizados se resume en cinco, que dependen del activo subyacente. Los más utilizados son los títulos TIPS, que son derivados de la cartera hipotecaria bancaria, tanto en pesos como en UVR. También se encuentran otros títulos de cartera hipotecaria como los TIS y TECH, con la diferencia que son originados por entidades no bancarias o son improductivos, respectivamente. Finalmente, existen también títulos cuyo subyacente es la cartera de libranzas, como

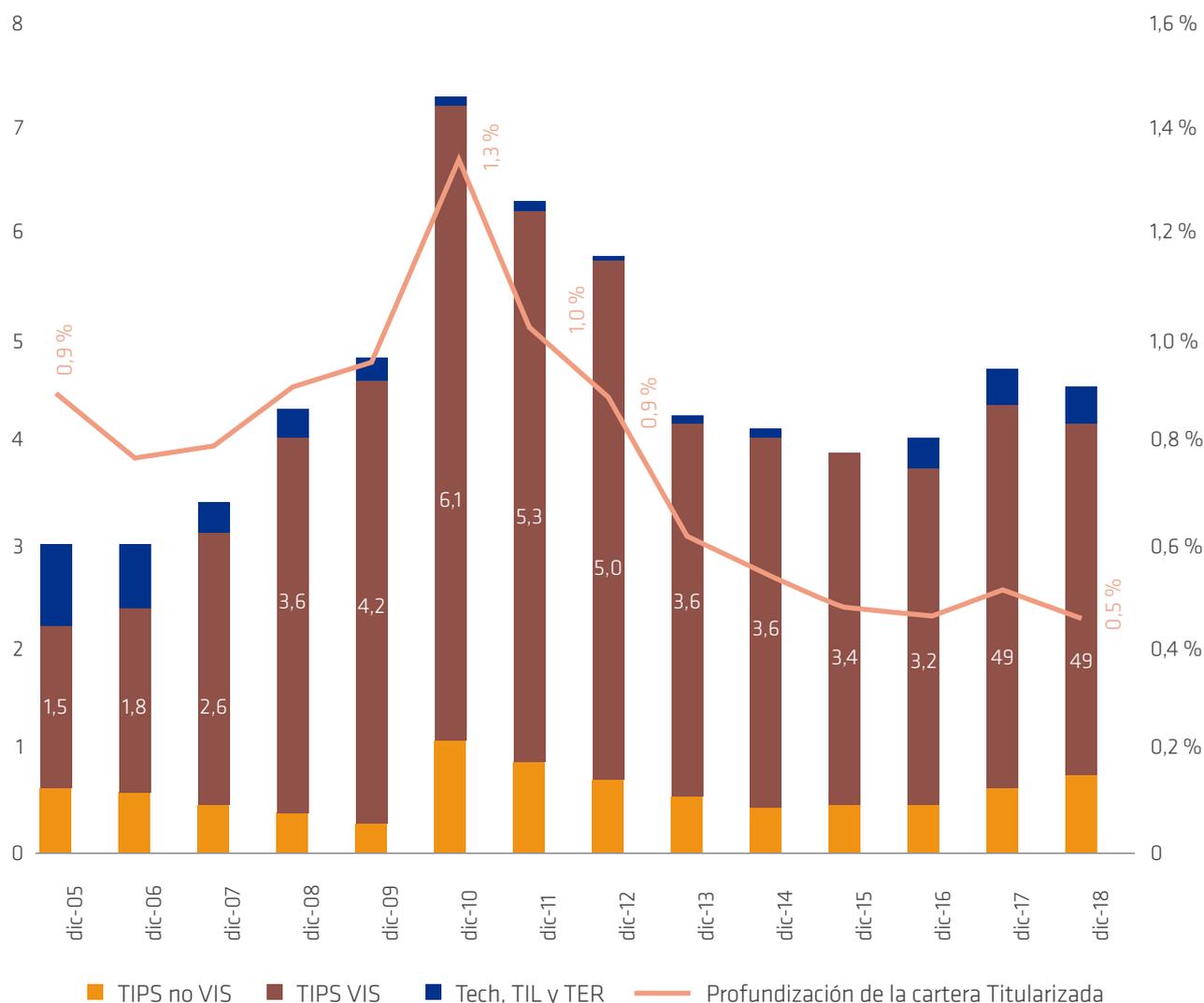
los TIL, y los TER que corresponden a títulos derivados de la cartera de redescuento.

Como se evidencia en el **Gráfico 14**, para 2005 el saldo de cartera titularizada ascendía a \$2.96 billones de pesos (0.9% del PIB), y estaba conformada en un 52% por emisiones TIPS VIS, seguidos de TIPS No Vis (21%), y finalmente por emisiones TECH, TIL y TER (26.6%).

18. Véase Resolución Externa 2 de 2015 expedida por la Junta Directiva del Banco de la República.
19. Véase Circular DODM 141 del Banco de la República.

GRÁFICO 14.

Saldo de cartera titularizada Billones de Pesos y % PIB



Fuente: Titularizadora Colombiana

Para el año 2010, el mercado de titularizaciones creció hasta alcanzar un saldo de \$7.26 billones (1.3% del PIB) gracias al incremento de las emisiones TIPs VIS. A partir de 2010 el mercado ha disminuido sus emisiones y profundización debido a la eliminación del beneficio tributario a la inversión en títulos hipotecarios. De esta manera, la cartera llegó a \$4.48 billones en 2018 (0.5% del PIB).

Una de las principales razones por las que el volumen de activos titularizados cayó a partir de 2010 radica en la eliminación de la exención tributaria a los rendimientos de los títulos hipotecarios. Esta exención

se creó mediante la Ley 546 de 1999 y sus posteriores modificaciones, y tuvo como motivación promover la desintermediación de la cartera hipotecaria, reducir el riesgo y liberar espacio en los activos de las entidades bancarias.

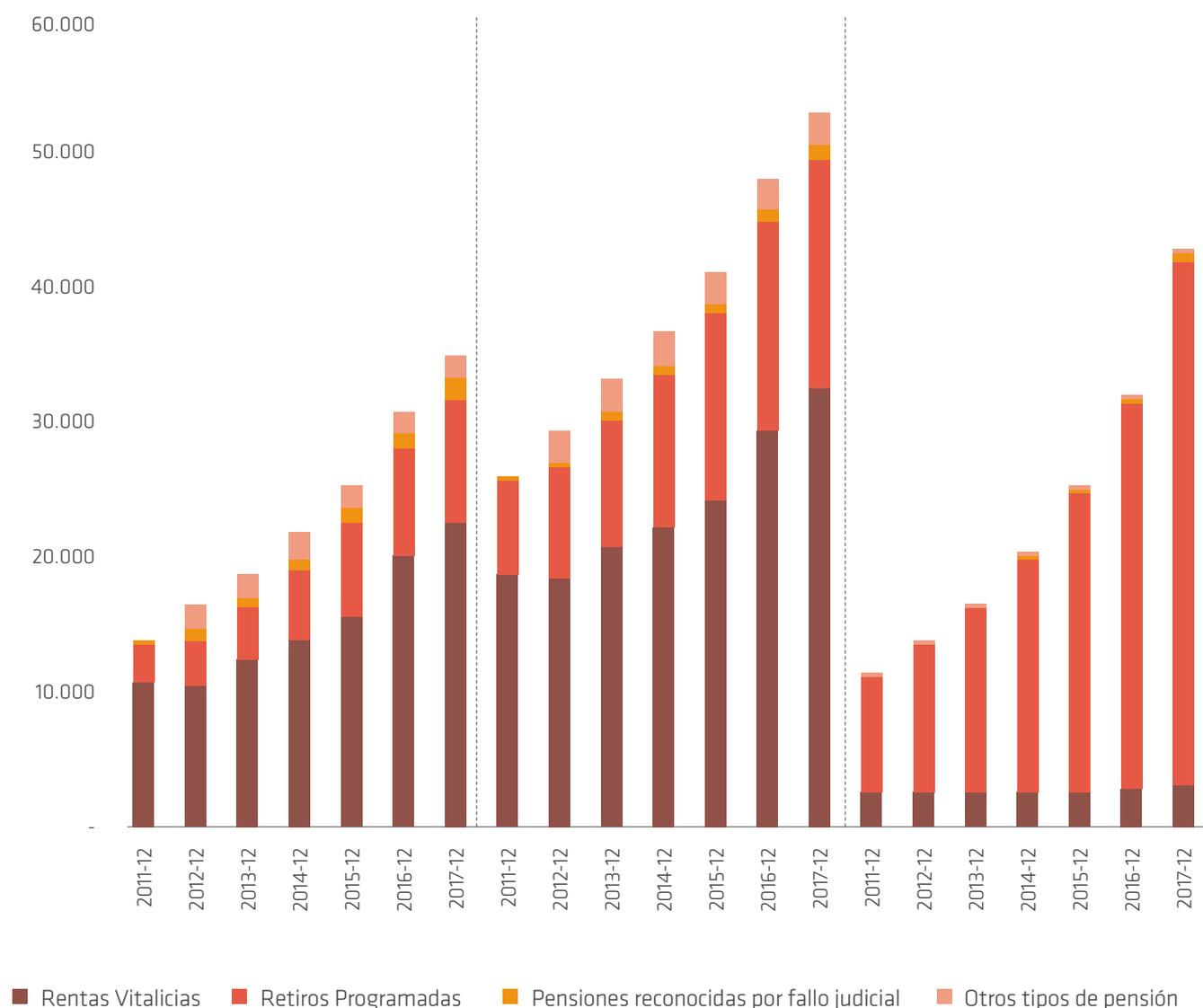
Si bien la eliminación de la exención debilitó el mercado, lo cierto es que los originadores fueron los mismos compradores (Blanco, 2015), capturando un doble beneficio: liberaron el balance de créditos hipotecarios a largo plazo mientras obtenían utilidades, con prima por la gabela tributaria, del rendimiento de los activos titulados.

Rentas vitalicias

Las compañías de seguros de vida ofrecen rentas vitalicias para pensiones de vejez, invalidez y sobrevivencia. Este producto no ha tenido el desarrollo esperado en la medida que existen riesgos legales asociados con la inclusión de nuevas personas por fuera del contrato de seguro, cambios de beneficiarios, legales, así como riesgos de extralongevidad y mercado, que han dificultado a las entidades participar activamente en el mercado (Gráfico 15).

GRÁFICO 15.

Rentas vitalicias emitidas por tipo de pensionados



Fuente: SFC

B

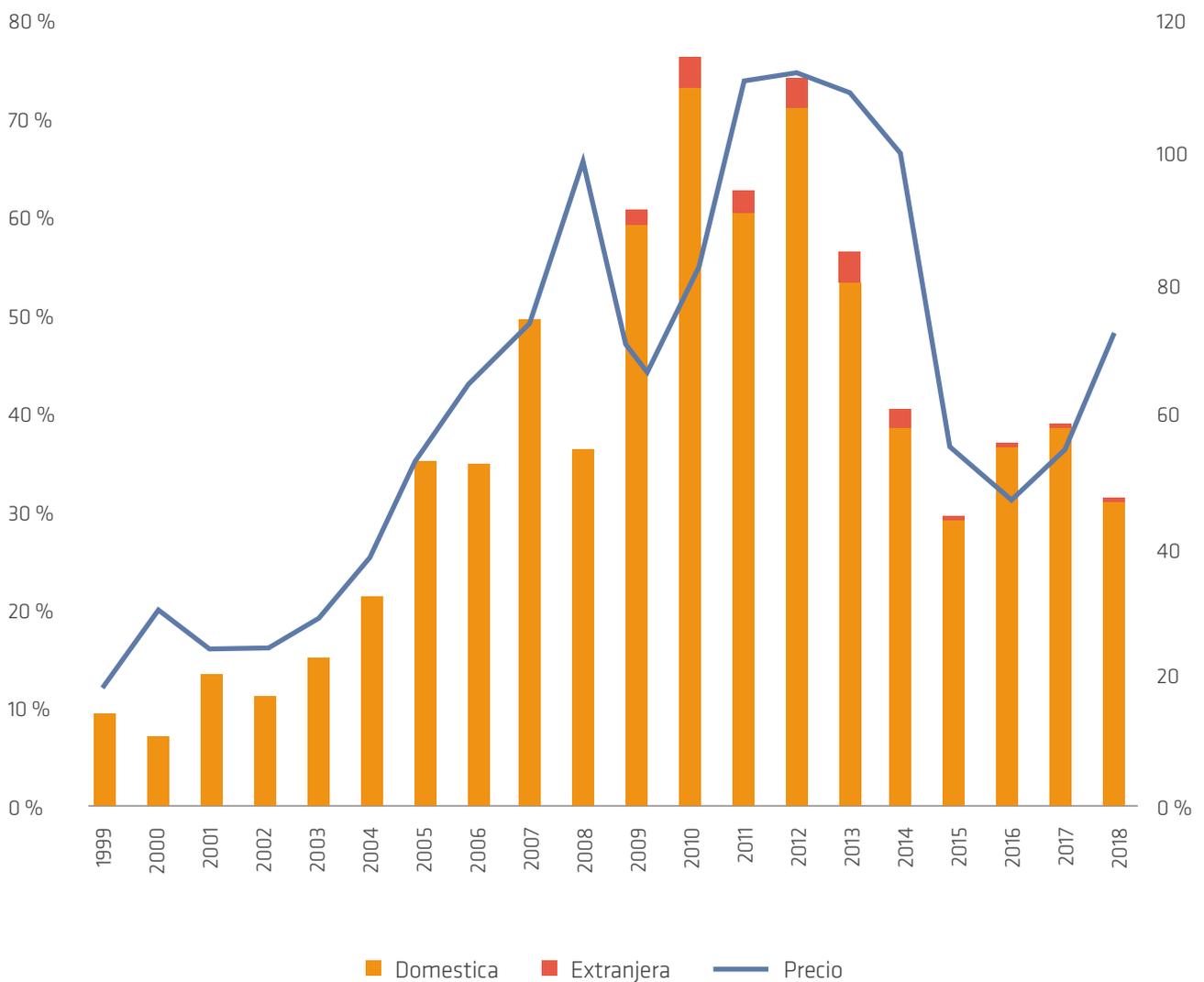
Instrumentos de renta variable

El mercado de renta variable, de forma similar al mercado de deuda privada, exhibió un rápido crecimiento hasta 2010, para luego presentar un relativo estancamiento hasta 2013 y una notable caída en los años recientes.

El **Gráfico 16** muestra que la capitalización bursátil alcanzó en 2010 el máximo histórico de 76% del PIB, valor que ha descendido hasta 31% en 2018.

GRÁFICO 16.

Capitalización bursátil (%PIB) y precio de petróleo (USD)



Fuente: Federación Iberoamericana de Bolsas y Bloomberg

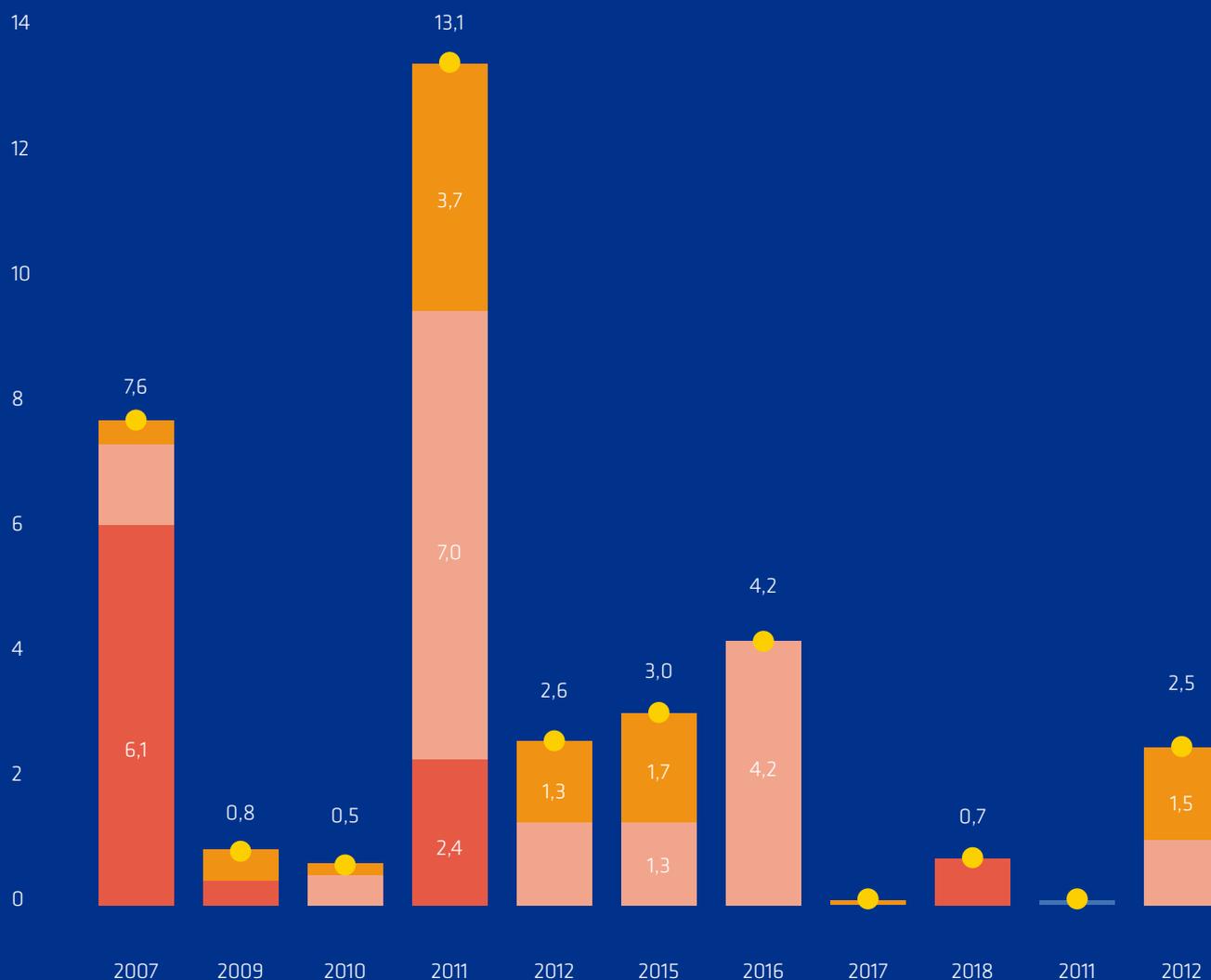
Lo anterior se debe en parte a la alta concentración del mercado en conglomerados financieros (Uribe J. , 2013) y de las empresas del sector real (OECD, 2016), la desventaja tributaria de Colombia frente a sus pares regionales (Córdoba & Molina, Elementos para alcanzar el mercado de capitales que Colombia necesita: hoja de ruta y desafíos estructurales, 2017), y la baja integración del mercado local al regional y global (Córdoba & et al., 2015).

En línea con la caída en la capitalización bursátil, tanto el monto de emisiones en renta variable como el número de emisores ha sido

relativamente bajo durante la última década, llegando a cero emisiones en 2015 y 2017 (Gráfico 17).

GRÁFICO 17.

Montos emitidos en el Mercado de Renta Variable por tipo de entidad Billones de Pesos



Fuente: BVC

■ Entidades públicas ■ Sector real ■ Sector financiero ● Total general

En particular, durante 2007 se realizaron emisiones por \$7,6 billones de pesos, en su mayoría representadas por la salida a bolsa de Ecopetrol, y para 2011 se emitieron \$13,1 billones en renta variable principalmente del sector financiero (\$7 billones). Es de resaltar que después de 2011 las emisiones se han estancado y no ha habido emisión alguna por parte de entidades públicas.

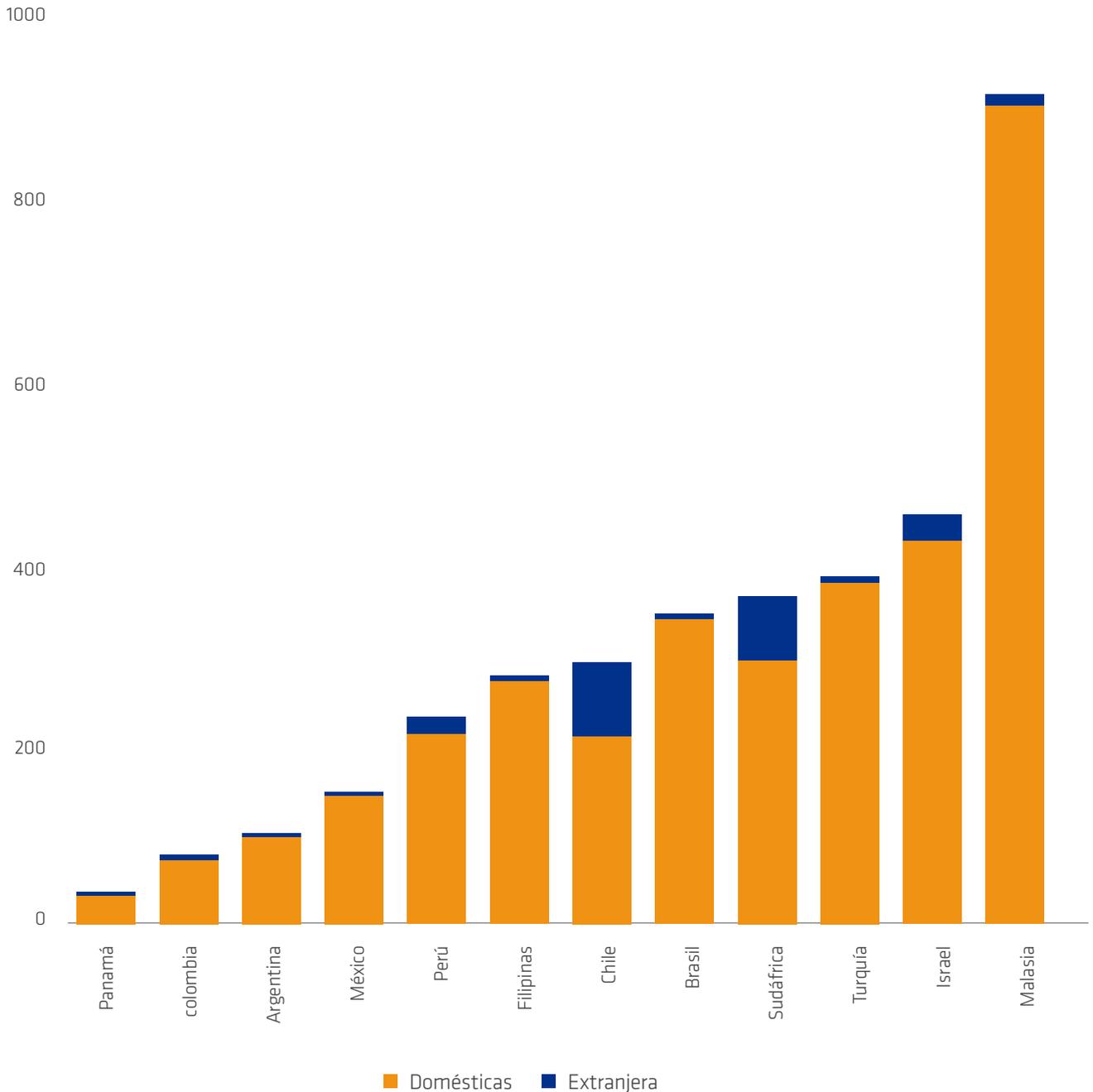
En el mercado de renta variable existen consideraciones similares al mercado de renta fija en cuanto al valor de las comisiones del mercado, en especial relacionadas con las operaciones de intermediación de bajo monto y portafolio de inversiones con poca transaccionalidad. En efecto, los costos asociados a las Repos y TTV en renta variable oscilan entre 0.40% y 0.59% dependiendo el monto y plazo de la operación. De

igual forma, operación de bajo monto, la tarifa puede alcanzar hasta 0.65%.

Por su parte y como se exhibe en el Gráfico 18, en 2018 el número de emisores listados en bolsa fue 68, número inferior al máximo histórico en 2012 de 82 emisores, y cifra considerablemente menor a la registrada por Perú (223), Chile (285), Brasil (339) y Malasia (912).

GRÁFICO 18.

Número de compañías listadas en bolsa por país en 2018



Fuente: Federación Mundial de Bolsas (WFE)

El mercado de renta variable colombiano no solo se ha ralentizado en los últimos años, en línea con lo que muestran los países de la región, sino que es pequeño y poco líquido a nivel internacional.

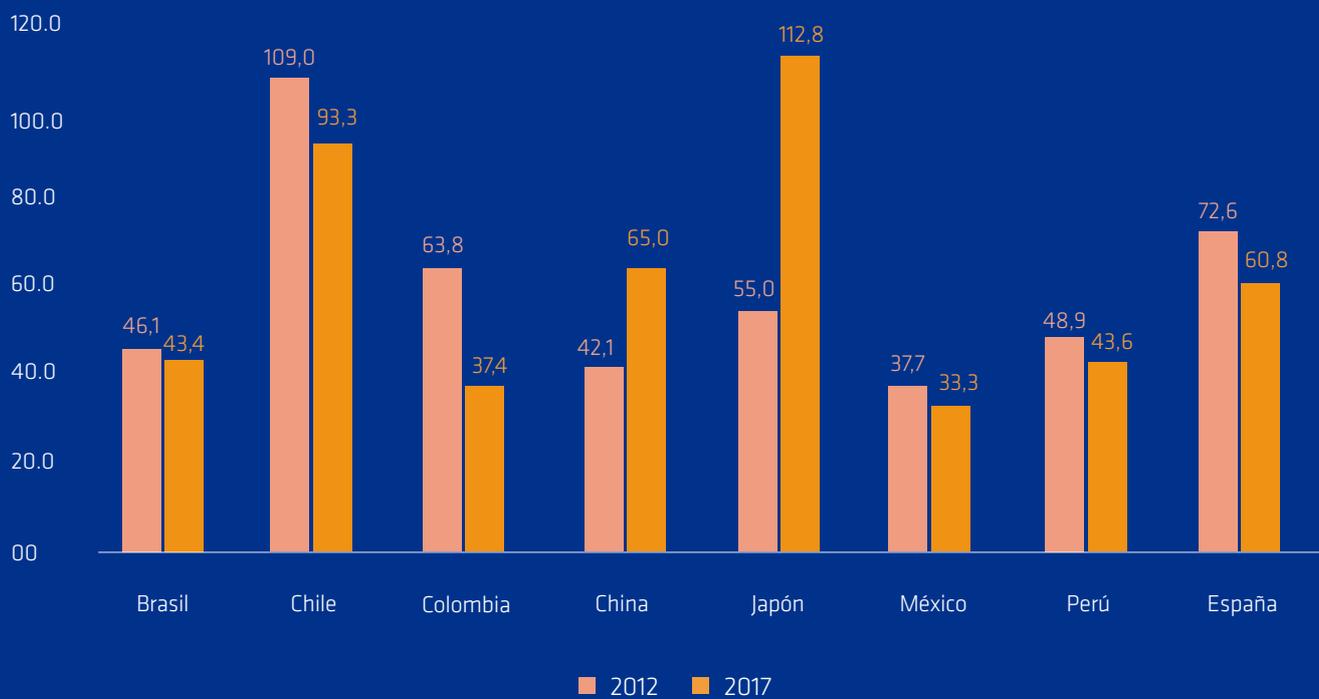
En el panel a) del **Gráfico 19** se evidencia que todos los países latinoamericanos analizados han disminuido su capitalización bursátil a 2017 con respecto a 2012, aunque en el caso particular de Colombia (37.4%) la capi-

talización bursátil es menor a sus pares regionales como Brasil (43.4%), Chile (93.3%) y Perú (43.6%), y se encuentra bastante lejos de países desarrollados como Japón (112.8%) y España (60.8%).

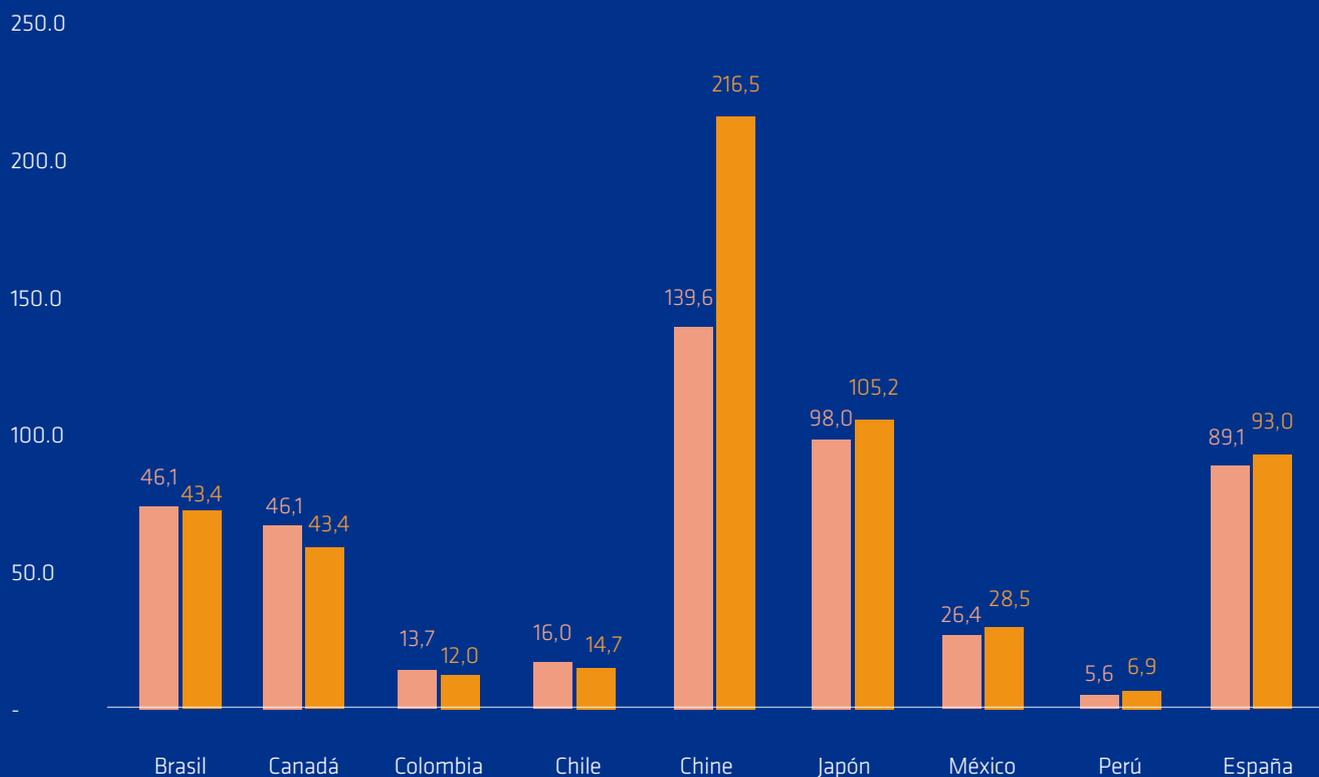
GRÁFICO 19.

Comparación capitalización bursátil y Stock turnover ratio

Panel a) Capitalización Bursátil/PIB



Panel b) Stock turnover ratio



Fuente: FWorld Data Bank

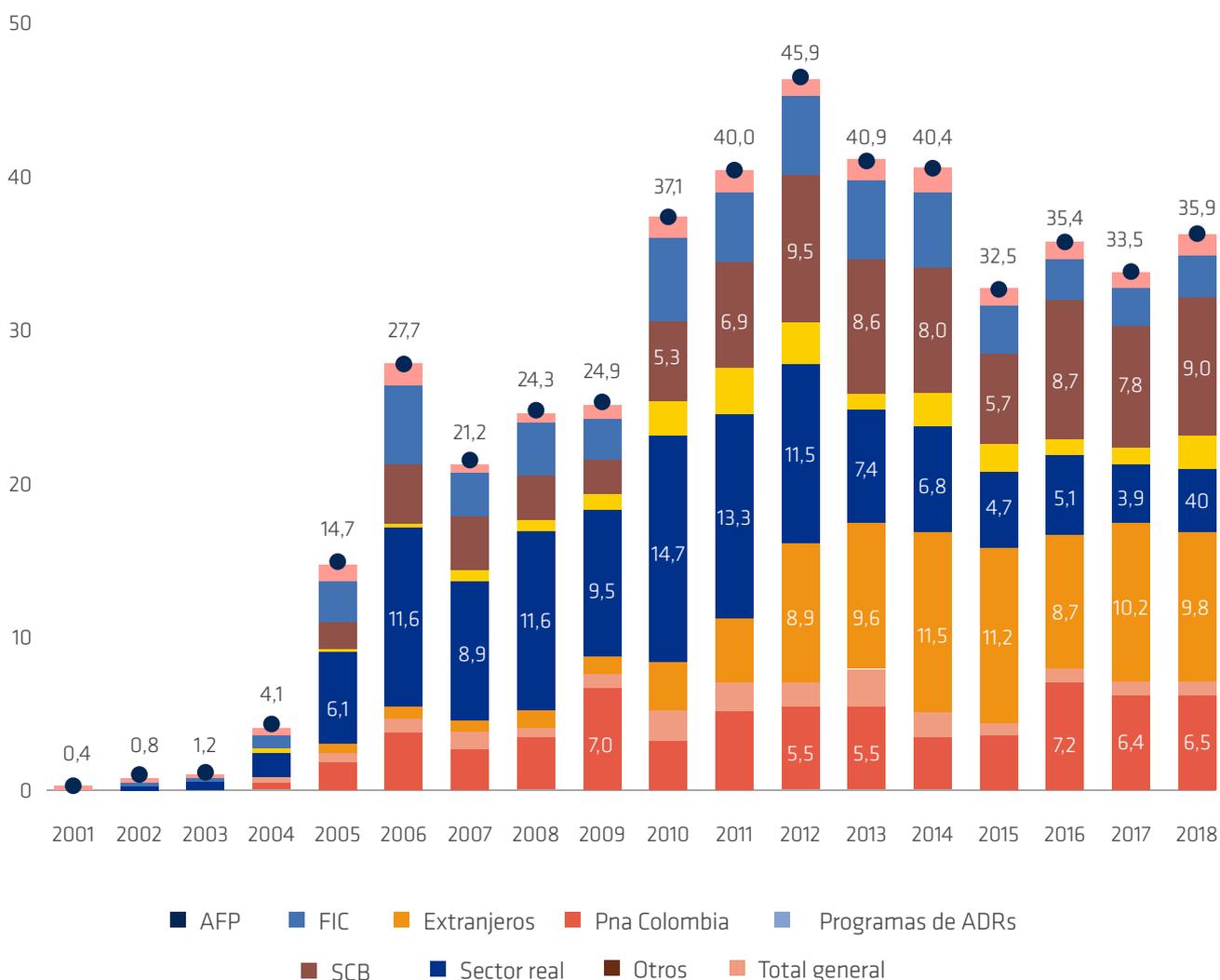
En cuanto al mercado secundario, el monto total negociado ha experimentado un incremento similar al mercado de bonos, aunque la liquidez ha permanecido relativamente alta. El valor de las transacciones en este mercado pasó de \$400 mil millones en 2001 hasta su máximo de \$45,9 billones en 2012. En la actualidad el nivel

es de cercano a los \$36 billones de pesos. El turnover del mercado secundario de acciones en Colombia (12) es bajo en comparación con México (28.5) y Brasil (72.1), aunque se mantiene por encima del mercado peruano (6.9) y relativamente cerca del de Chile (14.7), panel b) del **Gráfico 20**.

GRÁFICO 20.

Transacciones del mercado secundario de renta variable Billones de Pesos

Panel a) Compras por tipo de agente

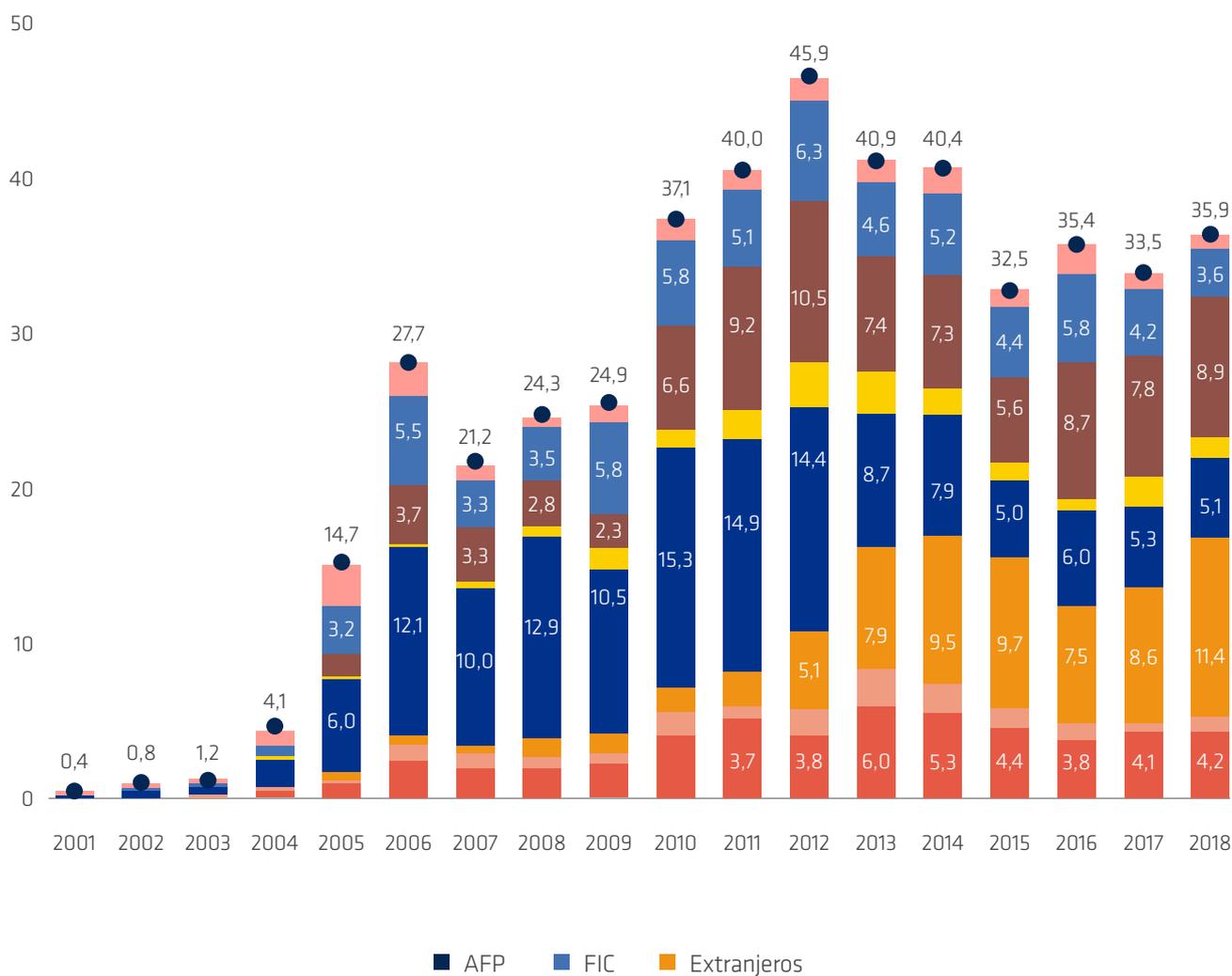


En la actualidad los extranjeros, seguidos de cerca por las SCB. Vale la pena resaltar que la mayor participación de extranjeros se debe a las mejores condiciones macroeconómicas del país y al exceso de liquidez global, como ocurrió en el mercado de deuda pública recientemente. En cuanto a la venta, la dinámica guarda una estrecha relación con la compra, con persona natural colombiana siendo el más relevante a finales de la década pasada y las SCB y los extranjeros ganando participación en los años recientes.

(Moreno, 2018) afirma que la baja dinámica del mercado de acciones en Colombia puede explicarse por dos causas: de un lado, que el número de tenedores de acciones en el mercado minorista para las clasificadas como de alta y media liquidez ha caído fuertemente en los últimos años, con una salida de más de 400 mil accionistas entre 2012 y 2018 (esto es cerca del 40% del total a cierre del 2011); y del otro que existe más de \$1 billón de pesos entre títulos y dividendos que accionistas de sociedades cotizadas en la bolsa que no han sido reclamados.

El Gráfico 20 permite observar que en el mercado de renta variable la compraventa se encuentra menos concentrada que en el mercado de deuda pública y privada. Se observa presencia dividida entre SCB, extranjeros y personas naturales, entre otros.

Panel b) Ventas por tipo de agente



Fuente: BVC

Moreno conjetura que la mayoría de estos accionistas están “perdidos” por causa de muerte – sin que se hayan iniciado los procesos de sucesión respectivos que permitan la adjudicación a los herederos y/o que estos ni siquiera tienen conocimiento de la existencia de estas acciones y los dividendos pendientes pago.

En su conjunto esa problemática pone en evidencia que la desmaterialización de las acciones listadas en el mercado bursátil tiene un camino por recorrer para convertirse en un estándar obligatorio que facilite hacia adelante la identificación precisa de los titulares de las

acciones, que permita su ubicación y la resolución eficaz de la propiedad de los derechos reales y de crédito asociados. Lo anterior, además, debería conducir a la reducción de los altos costos que deben asumir los emisores en la administración del mercado minorista.

C

Derivados y préstamos de valores

De forma similar a otros mercados, en Colombia coexisten dos plazas para operar derivados: el mercado OTC (operado sin intermediario ni sistema de negociación), y el mercado estandarizado (operado por la Bolsa de Valores de Colombia para derivados financieros).

Como se muestra a continuación, en la actualidad el mercado OTC exhibe una dinámica interesante en forwards de TRM y en menor medida en swaps; el mercado estandarizado mantenía una interesante dinámica en futuros de TES, pero éste ha reducido su dinámica, y en términos de volumen ha sido reemplazado por futuros de TRM. Este mercado estandarizado es am-

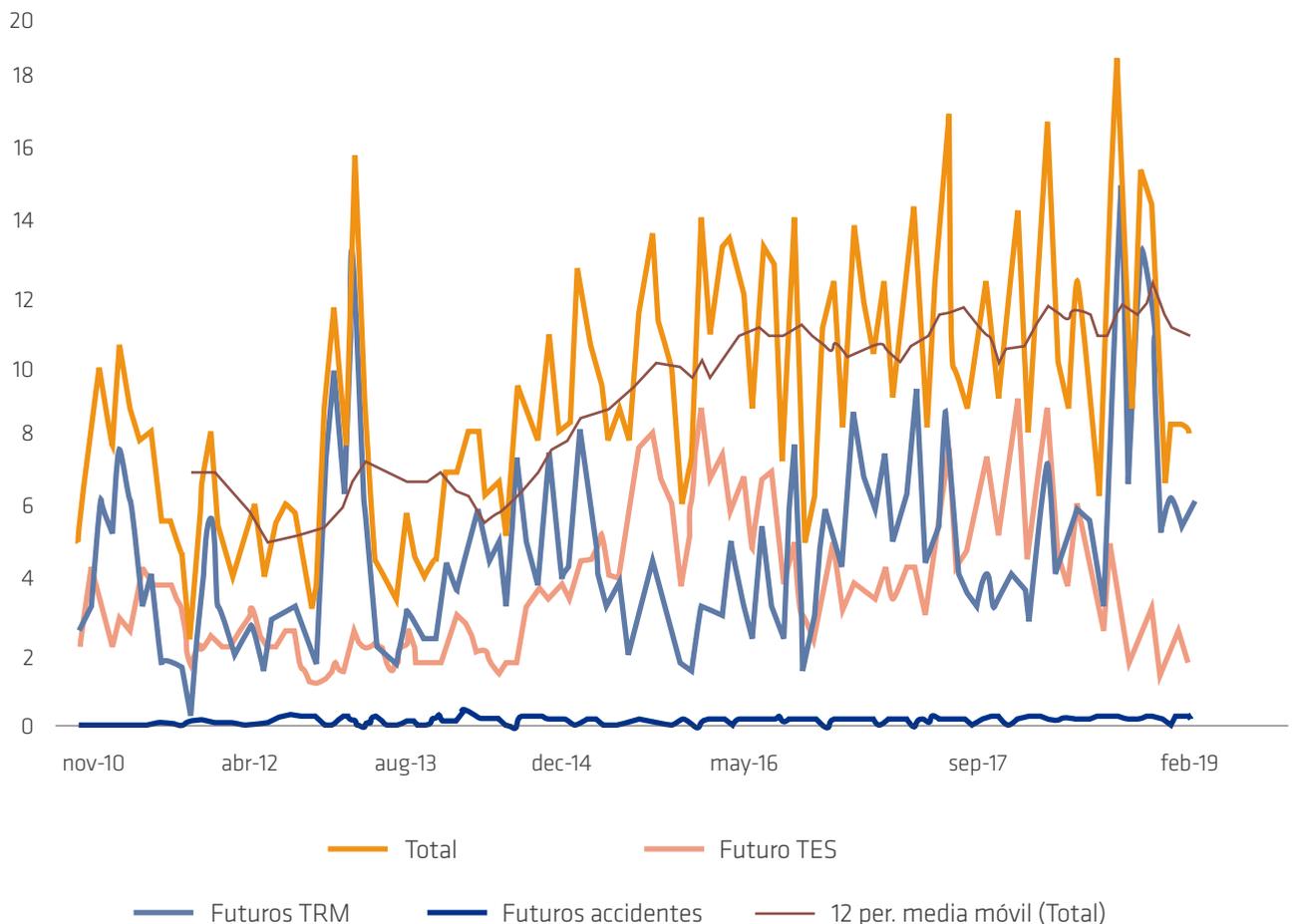
plio en oferta de productos, aunque no en volumen: en 2008 se lanzaron los futuros de TES, seguido por los futuros de TRM en 2009 y los futuros de acciones en 2010.

Luego de estos avances, se lanzaron productos de indexación (futuros IBR e inflación en 2012, y futuros OIS en 2014), así como futuros de TES para referencias específicas en 2013. Recientemente, posterior al desarrollo del mercado estandarizado de futuros, se avanzó en el desarrollo del mercado de opciones, liderado por el lanzamiento en 2017 de las opciones de acciones, seguido por las opciones de TRM en 2018 y de TES y COLCAP en 2019.

El **Gráfico 21** exhibe la evolución del volumen de derivados estandarizados que operan en la Bolsa de Valores de Colombia. Es notable la tendencia bajista de los últimos años del subyacente TES, y la correspondiente subida en el subyacente TRM. En agregado, el volumen se ha mantenido cerca a constante desde el 2016. Los derivados estandarizados han ganado participación dentro del total del mercado desde su lanzamiento, alcanzando un máximo de 18.2% en 2011. En la actualidad se transan cerca de \$8.1 billones de pesos de derivados en el mercado estandarizado, lo cual corresponde a una participación cerca del 10% del total del mercado.

GRÁFICO 21.

Volumen Total Mensual Derivados Estandarizados Billones de Pesos

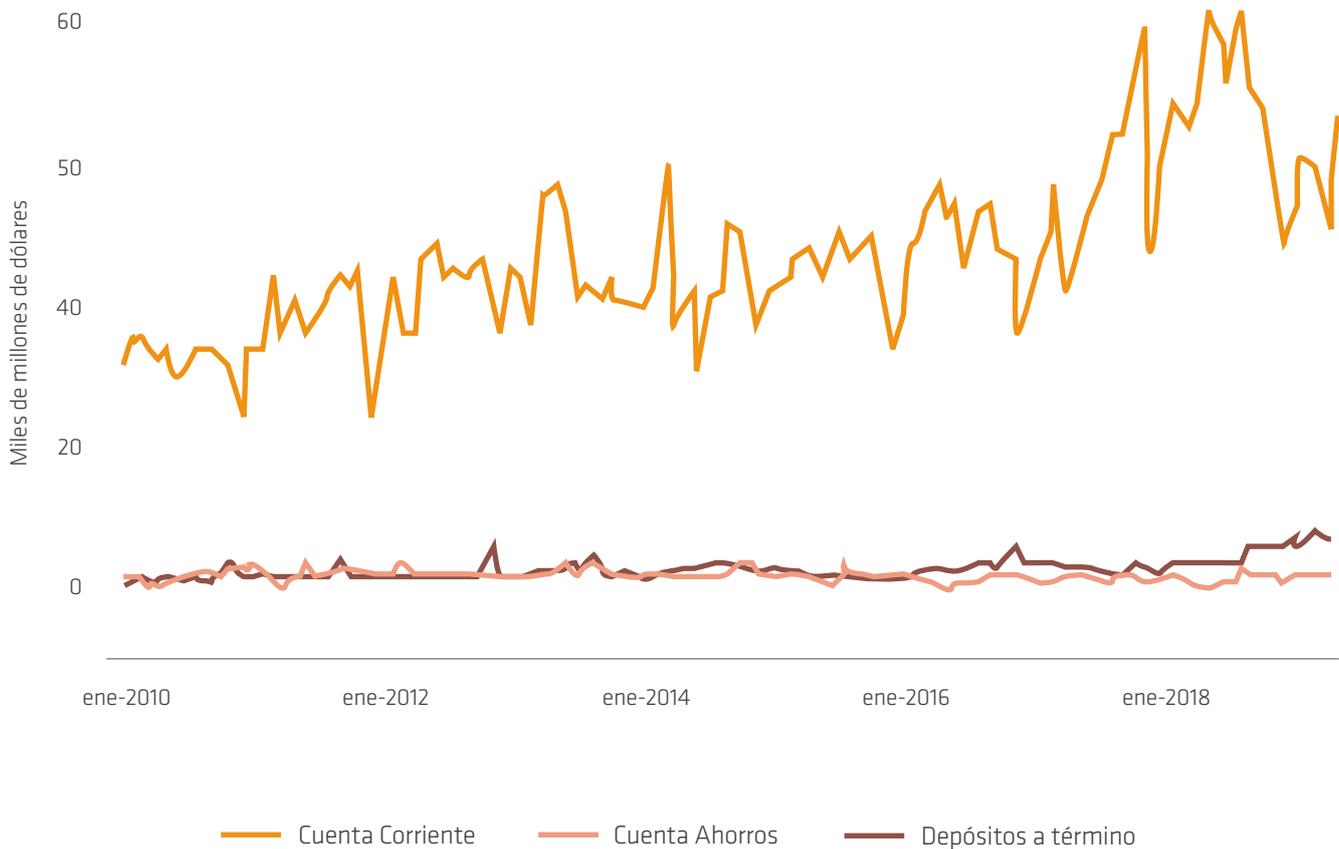


Fuente: BVC; cálculos propios

El mercado OTC se exhibe en el **Gráfico 22**, donde se muestra los forwards de divisas como el derivado más operado, con montos mensuales que rondan los 50 mil millones de dólares.

GRÁFICO 22.

Volumen Derivados OTC por mes Billones de USD Dólares



Fuente: SFC. Cálculos propios

En un distante segundo lugar se encuentran los swaps, de los cuales cerca de un 70% son swaps IBR, y cerca del 25% son *cross-currency swaps*. Ahora, un acercamiento a la partición por plazos del forward de TRM revela la naturaleza cortoplacista de este mercado, donde un 85% de los instrumentos se definen a un plazo de máximo dos meses. En contraste, el 50% del mercado de swaps se realiza con plazos superiores a 3 años; sin embargo, cerca del 85% de estos son realizados con entidades del exterior, resaltando el hecho de que el mercado colombiano ha migrado al exterior.

Siendo el subyacente predominante en el mercado de derivados colombiano, es importante describir su entorno. El mercado interbancario de divisas es un mercado

fundamental para el manejo de la liquidez en moneda extranjera entre el sistema financiero y el sector real, y se ha caracterizado por ser una de las actividades más representativas del mercado nacional.

La compra y venta de divisas se realiza a través de los intermediarios del mercado cambiario (IMC), los cuales corresponden a bancos comerciales, las corporaciones financieras, las compañías de financiamiento comercial, la Financiera de Desarrollo Nacional, BANCOLDEX, las cooperativas financieras, las sociedades comisionistas de bolsa y las sociedades de intermediación cambiaria y servicios financieros especiales – SICA y SFE²⁰.

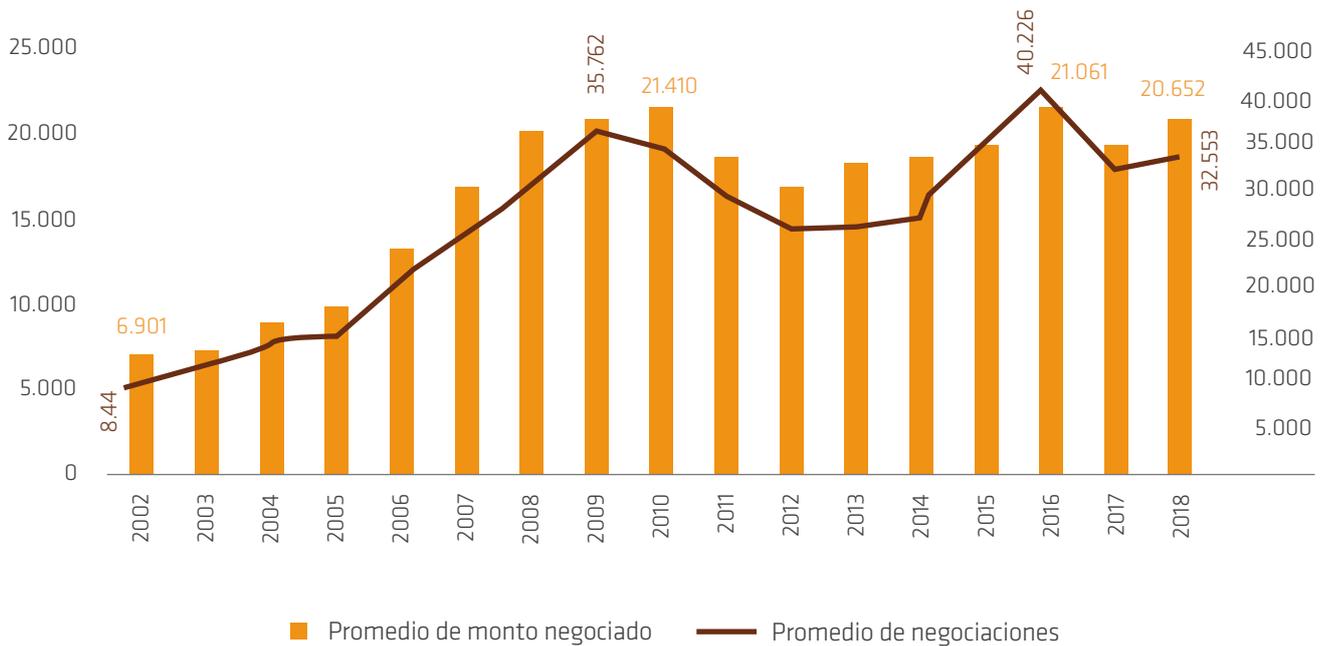
El país adoptó a finales del siglo pasado un sistema de flotación dirigida donde el

Banco de la República interviene para controlar y suavizar las fluctuaciones del tipo de cambio. Uno de los avances sustanciales en el mercado de divisas se produjo con la creación de la Cámara de Compensación de Divisas (CCD) mediante la Ley 964 de 2005. Dicho mecanismo de compensación ha resultado exitoso en cuanto a la gestión del riesgo y promoción del mercado de capitales.

El mercado de divisas ha crecido en número de negociaciones y montos transados promedios mensuales desde 2002 hasta 2018, aunque han tenido grandes fluctuaciones en varios puntos del periodo (Gráfico 23). En la actualidad las negociaciones y los montos de promedio mensual se encuentran en 32,533 negociaciones por un valor de \$20,652 USD.

GRÁFICO 23.

Promedio mensual de negociaciones y montos negociados (Millones de USD)



Fuente: Banco de la República

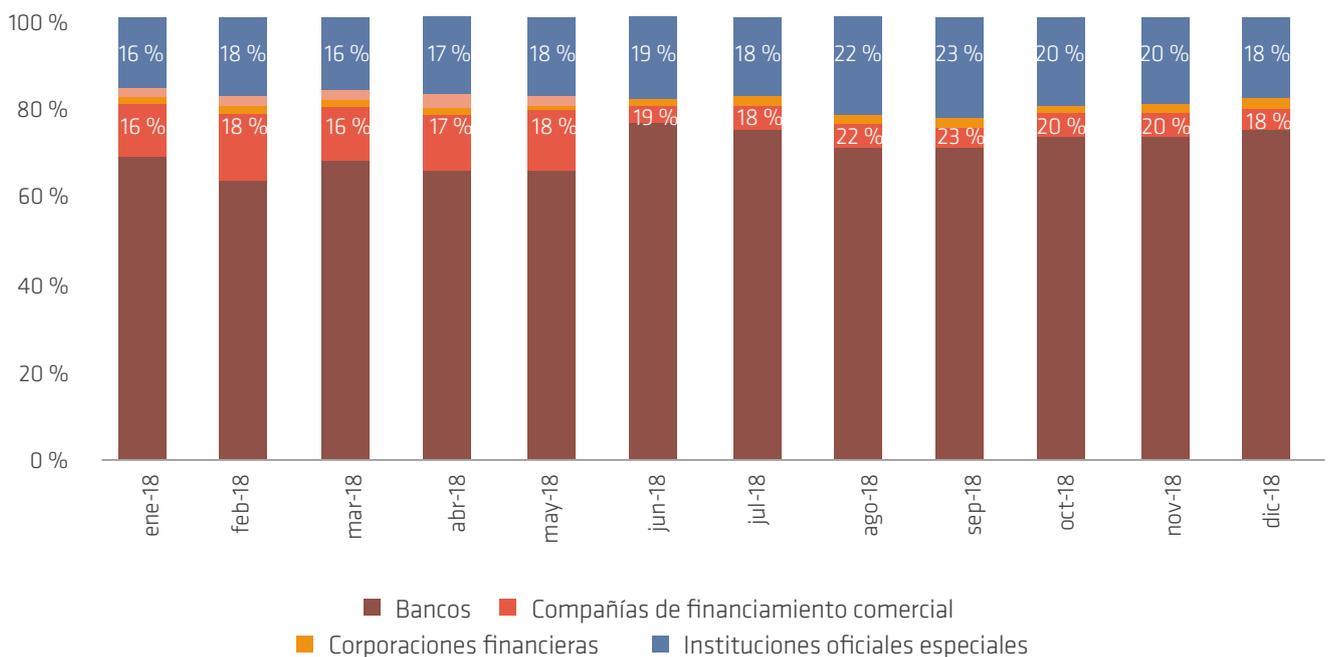
En cuanto a los IMC vigilados²¹ por la Superintendencia Financiera, el mercado de divisas se encuentra altamente concentrado en las entidades bancarias (Gráfico 24). En efecto, los IMC bancarios participaron con el 74% de las transacciones mensuales promedio durante 2018, seguidos por las Corredores de Bolsa de Valores (18%) y las Corporaciones Financieras (5%).

20. Véase (BanRep, 2019) y (BanRep (2), 2019).

21. En la actualidad el país cuenta con 43 IMC. La Circular Externa 01 de 2018 establece cinco grupos de IMC según su objeto legal autorizado y patrimonio técnico: Grupo 1 y 2: establecimientos de crédito; Grupo 3: sociedades comisionistas de bolsa; Grupo 4: Sociedades de Intermediación Cambiaria y Servicios Financieros Especiales (SICSFE), Sociedades Especializadas en Depósitos y pagos Electrónicos (SEDPE), y Grupo 5: SEDPE.

GRÁFICO 24.

Participación porcentual del monto transado porcentual de los IMC por entidad



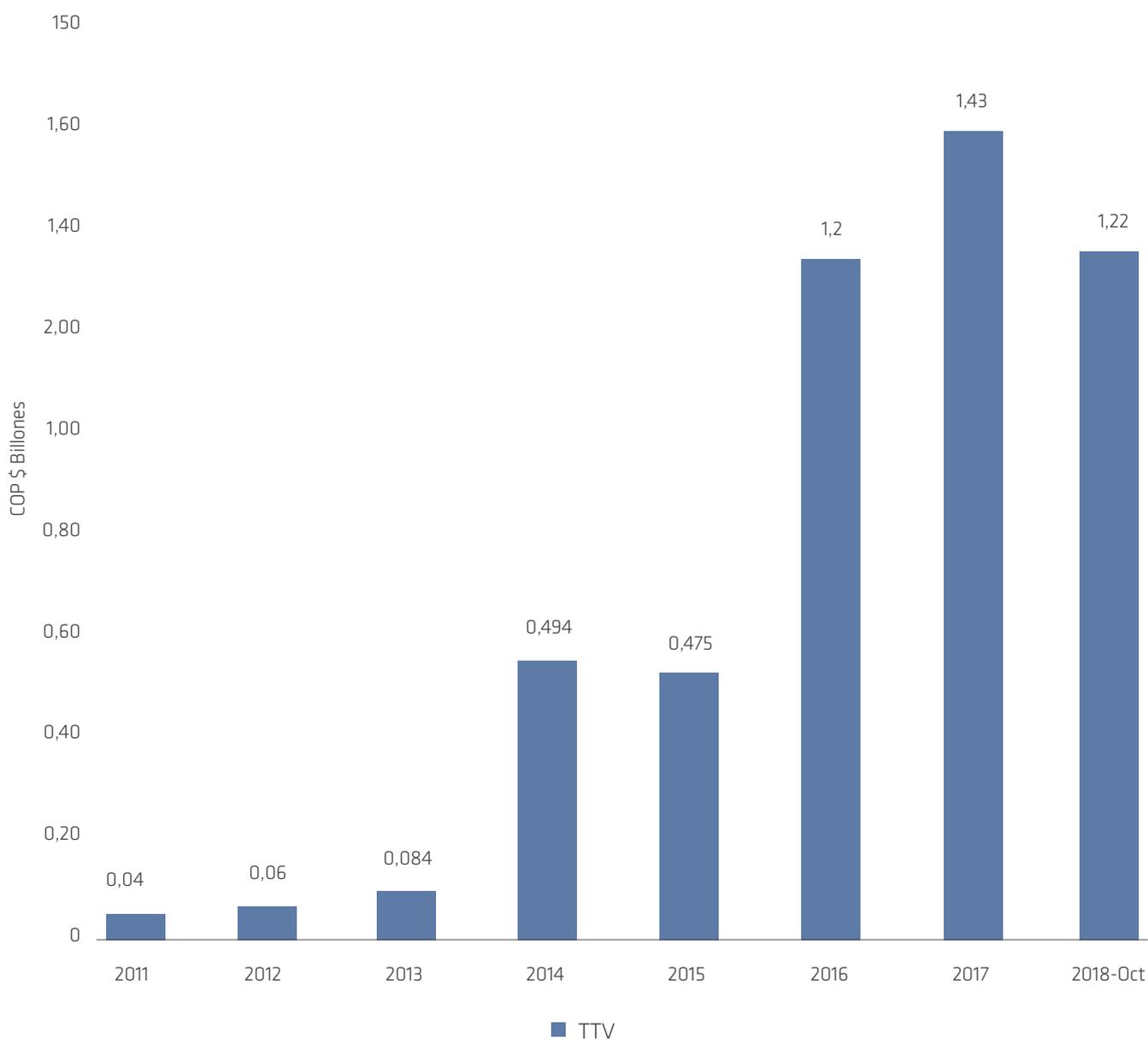
Fuente: SFC

Respecto al mercado de transferencia temporal de valores que en Colombia representa el acercamiento más próximo al préstamo de valores (securities lending) desde 2016 se ha evidenciado un crecimiento significativo tanto en el número de ope-

raciones como en el monto de transacción como se muestra en el Gráfico 25, no obstante, la participación del mercado total de renta variable todavía es menor (en octubre de 2018, alcanzaba el 3,87%).

GRÁFICO 25.

Evolución Monto Negociado – Mercado TTV Billones de Pesos



Porcentaje (%) de participación en el volumen de Renta Variable



Fuente: BVC

Por lo anterior, la expedición del Decreto 1420 de 2019, busca promover el crecimiento del préstamo de valores en Colombia como fuente de liquidez del mercado y

seguir consolidando la figura de custodia, abriendo la posibilidad a la realización de las operaciones de transferencia temporal de valores de renta variable en el mer-

cado OTC y ajustando las condiciones bajo las cuales los custodios actúan como agentes de transferencia en estas operaciones en nombre de los portafolios custodiados.

2.2.2 Vehículos de inversión institucional

Fondos de pensiones obligatorias

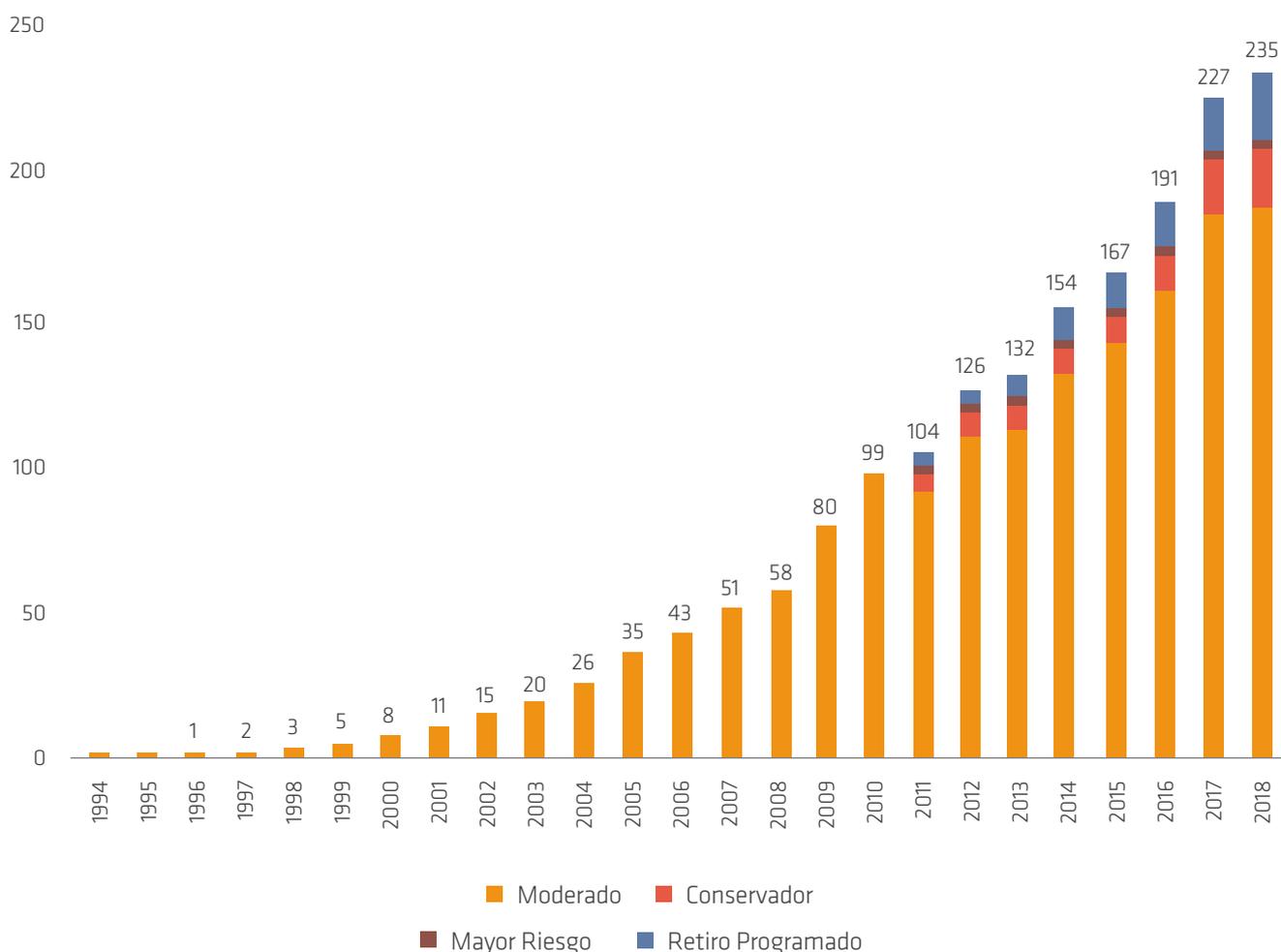
Con las disposiciones de la Ley 100 de 1993 nacen las Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías en Colombia por lo que se crea la oferta natural para la destinación de los ahorros de retiro del Régimen de Ahorro Individual con Solidaridad (RAIS).

El ahorro acumulado de los más de 15.5 millones de afiliados al sistema a cierre de

2018 asciende a \$235 billones (Gráfico 26), cifra que en la última década ha tenido una tasa de crecimiento anual compuesta de 15%. Lo anterior en un entorno en que el número de administradoras de los fondos de pensiones y cesantías se ha reducido en más de la mitad, al pasar de nueve participantes que había en sus orígenes a los actuales cuatro.

GRÁFICO 26.

Valor de los Fondos de Pensiones Obligatorios Billones de Pesos



Fuente: Asofondos, SFC

Frente a la oferta de productos para ahorros de retiro y de períodos cesantes de los trabajadores, resulta fundamental destacar que, de acuerdo con el Estudio de Condiciones de Competencia en la Industria de Gestión de Activos en Colombia²², desarrollado por el Banco Mundial, se presentan situaciones de concentración por entidades relevan-

tes por dos elementos: i) el número de participantes y, ii) la participación de mercado de las dos firmas de mayor tamaño.

Según las cifras de la Superintendencia Financiera aproximadamente \$145.7 billones, o el 63% de los recursos de los portafolios de pensiones obligatorios, han per-

manecido en el mercado de capitales local a través de la inversión en emisores nacionales, lo anterior representado mayoritariamente por el portafolio moderado con un aporte de \$109.5 billones, como se observa en la Tabla 3.

22. (Petrecolla, 2019).

▾ TABLA 3.

Participación agregada por clase de emisor para fondos pensiones obligatorias Billones de pesos

CLASIFICACIÓN DE INVERSIONES	FONDOS OBLIGATORIOS			F. RETIRO PROGRAMADO
	F. CONSERVADOR	F. MODERADO	F. MAYOR RIESGO	
Emisores nacionales	80,6%	58,3%	46,5%	82,9%
Emisores extranjeros	15,9%	38,7%	51,9%	14,8%
Otras inversiones y operaciones	3,5%	2,9%	1,6%	2,3%
Valor total del portafolio (Millones de pesos)	21.087.281	187.559.497	2.714.484	21.744.377

Fuente: Asofondos, SFC

A un mayor nivel de desagregación y considerando únicamente los recursos destinados a la inversión en emisores nacionales, la Tabla 4 muestra que, a cierre de 2018, el 62.5% de los recursos de pensiones obligatorias se destinó a emisiones de deuda pública, y que en el caso particular del fondo moderado ha permitido asignar en instrumentos de inversión del sector privado \$17.3 de los \$80 billones de las inversiones nacional.

De estos recursos, se destaca que la inversión en instrumentos de deuda de las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera ocupa el 39% de las inversiones en el sector privado, el segundo mayor rubro del portafolio, lo que se replica para todos los fondos administrados por las AFP, a excepción del fondo mayor riesgo donde la mayor parte del portafolio son las acciones emitidas por entidades del sector real con el 18%, mientras que la deuda pública representa el 11.1%.

▾ TABLA 4.

Asignación portafolios en emisores nacionales en Fondos de Pensiones Obligatorias Billones de pesos

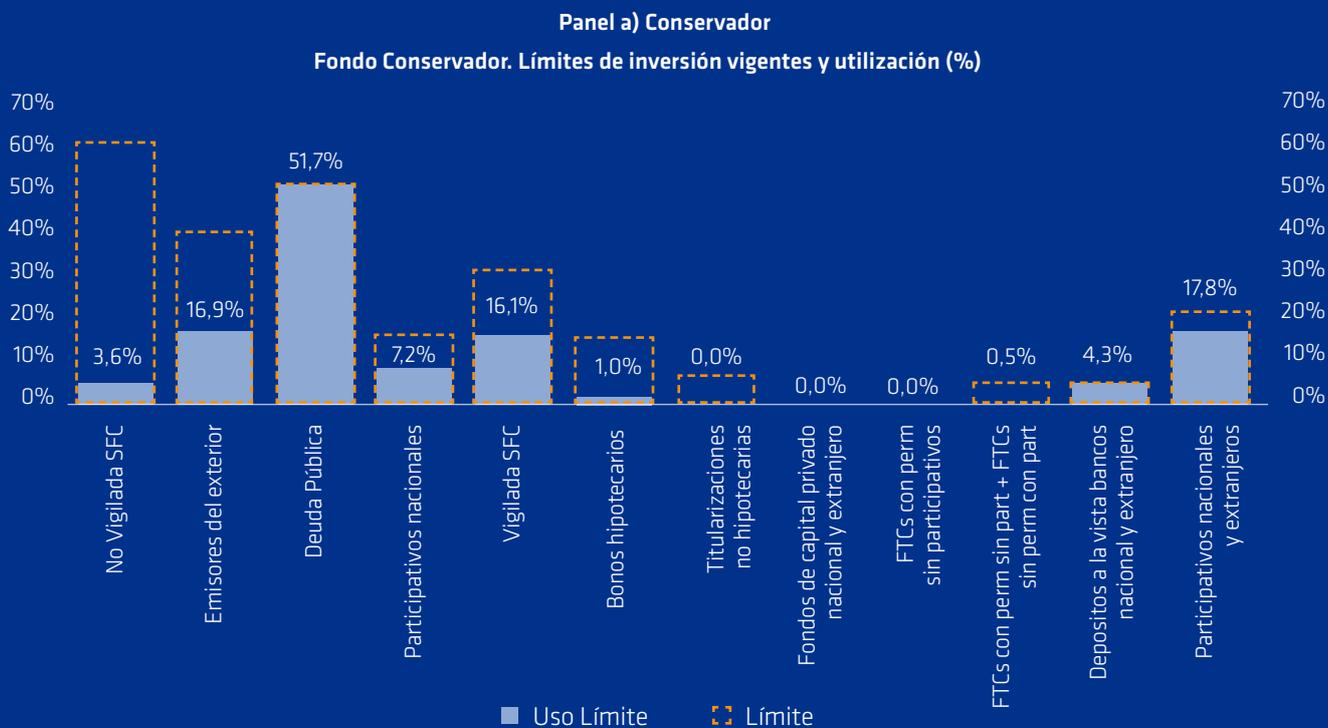
CLASIFICACIÓN DE INVERSIONES	F. CONSERVADOR	F. MODERADO	F. MAYOR RIESGO	F. RETIRO PROGRAMADO
Nación	11,0	62,7	0,3	12,5
Deuda vigilados SFC	3,7	6,8	0,1	2,5
Deuda no vigilados SFC	0,8	2,8	0,0	1,3
Equity vigilados SFC	0,3	0,0	0,2	0,4
Equity no vigilados SFC	0,7	1,0	0,5	1,0
Fondos de capital privado	0,0	3,2	0,0	0,0
Fondos de inversión colectiva	0,2	2,1	0,1	0,1
Titularizaciones	0,2	1,3	0,0	0,2
Total portafolio nacional	17,0	80,0	1,3	18,0

Fuente: AAsofondos, SFC

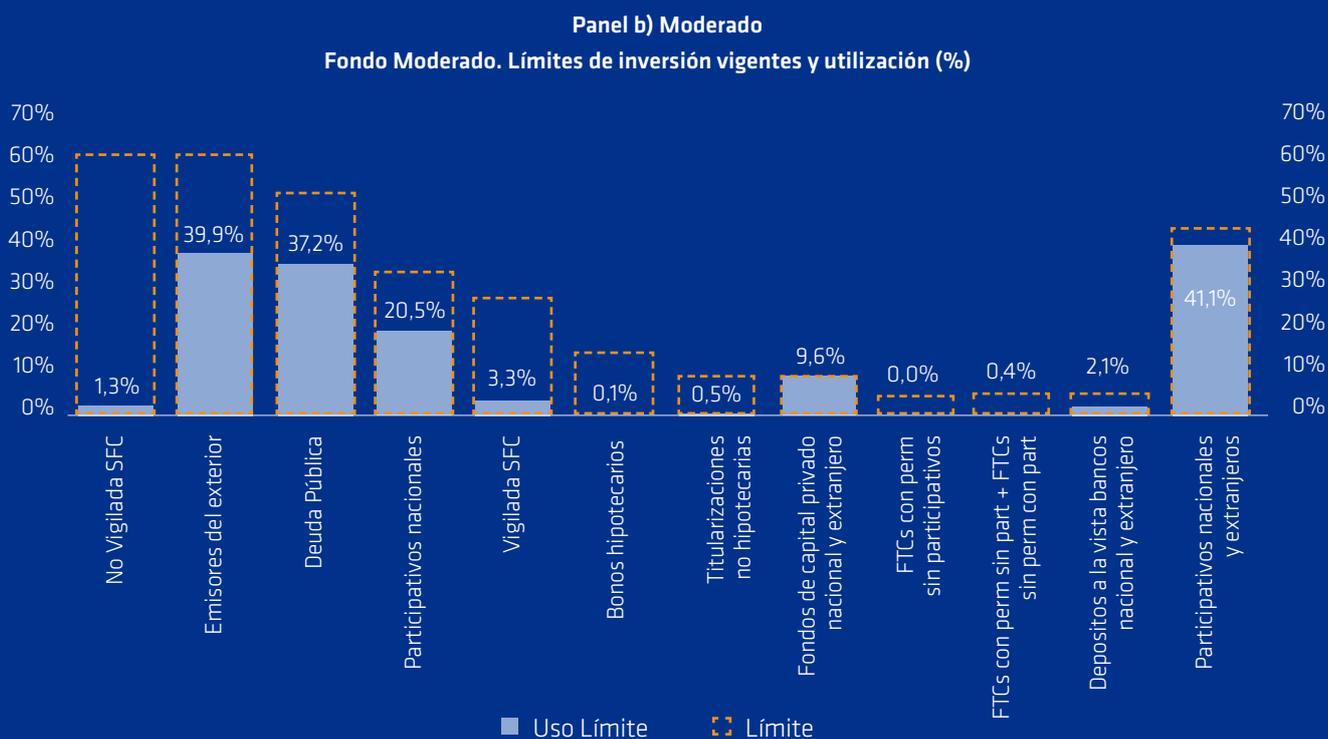
Ahora bien, teniendo en cuenta que los recursos de los portafolios son invertidos dentro de los parámetros establecidos por el régimen de inversiones (Decreto 2555 de 2010), en el **Gráfico 27** se evidencia que todos los portafolios de las pensiones obligatorias tienen aún espacio para la inversión potencial en el sector real y financiero nacional.

GRÁFICO 27.

Límites y ocupaciones de los portafolios de multifondos

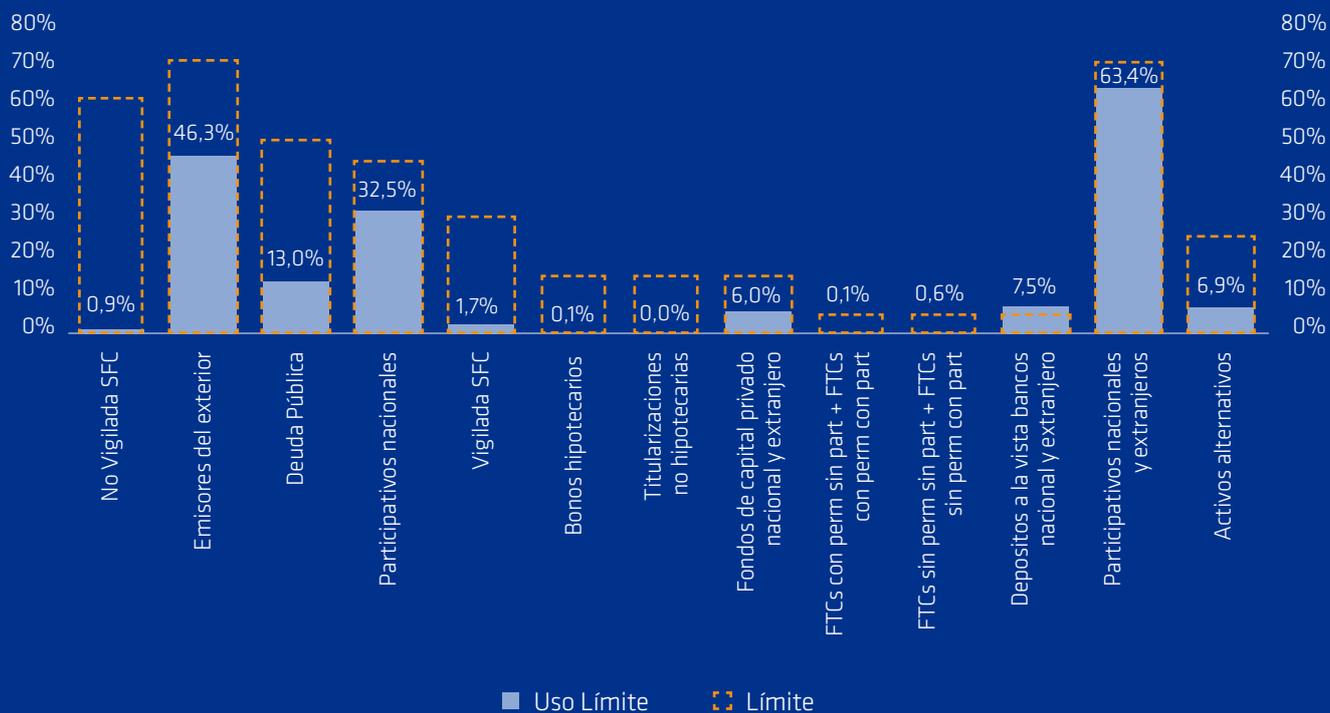


Fuente: SFC y cálculos propios. Datos a 30 de abril 2019.



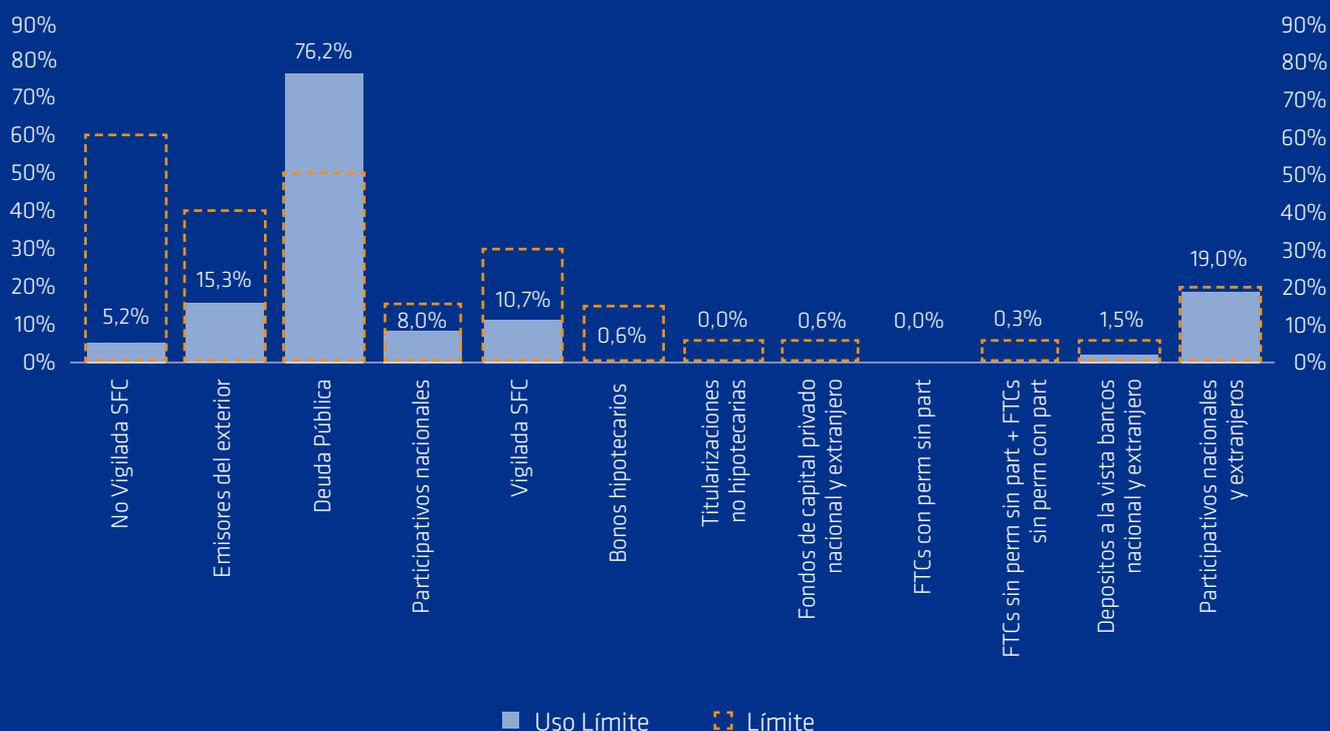
Fuente: SFC y cálculos propios. Datos a 30 de abril 2019.

Panel c) Mayor Riesgo
Fondo Mayor Riesgo. Límites de inversión vigentes y utilización (%)



Fuente: SFC y cálculos propios. Datos a 30 de abril 2019.

Panel d) Retiro Programado
Fondo Retiro Programado. Límites de inversión vigentes y utilización (%)



Fuente: Fedesarrollo²³

23. (Salamanca & et al., 2019 (2))

Mediante la gestión anteriormente descrita y para el caso particular de los portafolios de pensiones obligatorias, las rentabilidades reales obtenidas en los últimos 5 y 8 años (desde la creación de multifondos) se presentan en la **Tabla 5**.

TABLA 5.

Rentabilidades reales (E.A. %) y volatilidades nominales anuales de rendimientos mensuales del sistema por horizonte y tipo de portafolio. Corte marzo de 2019

RENTABILIDAD REAL	MODERADO	CONSERVADOR	MAYOR RIESGO	RETIRO PROGRAMADO
ÚLTIMOS 8 AÑOS	3.40%	3.72%	3.71%	4.00%
ÚLTIMOS 5 AÑOS	3.32%	3.19%	3.47%	3.79%
VOLATILIDAD	MODERADO	CONSERVADOR	MAYOR RIESGO	RETIRO PROGRAMADO
ÚLTIMOS 8 AÑOS	5.23%	3.19%	7.11%	3.56%
ÚLTIMOS 5 AÑOS	4.50%	2.53%	6.57%	2.93%

Fuente: SFC. Cálculos propios

Como se puede apreciar en la **Tabla 5**, a pesar de las diferencias en la asignación de las inversiones de los fondos, en particular las correspondientes al conservador y mayor riesgo, no hay diferencias significativas en términos de los retornos para los últimos 8 años.

Fondos de pensiones voluntarias

Dentro de los vehículos de ahorro de largo plazo administrados por las AFP se encuentran los fondos voluntarios de pensiones, que adicionalmente son ofrecidos por las Sociedades Fiduciarias y las Compañías Aseguradoras.

Actualmente, las cuatro AFP ofrecen este producto y administraban para el final de 2018 \$18.2 de los \$21 billones que agrupaban este tipo de ahorro. De los \$18.2 billones, \$15.9 billones corresponde a instrumentos adicionales a cuentas en bancos y caja, y de estos, \$12 billones están invertidos en instrumentos de emisores locales. De estos recursos, a diferencia de los portafolios conservador y moderado de los fondos obligatorios, se destinó casi el 40% a títulos representativos de deuda de entidades vigiladas por la SFC, seguidos por títulos de deuda pública con el 14.7% (**ver Tabla 6 y Tabla 7**).

TABLA 6.

Participación agregada (excluyendo caja y cuentas bancarias) por tipos de emisor para los Fondos de pensiones voluntarias administrados por AFP Billones de pesos

CLASIFICACIÓN DE INVERSIONES	FONDOS VOLUNTARIOS (AFP)
Emisores nacionales	76,0%
Emisores Extranjeros	10,3%
Otras inversiones y operaciones	13,7%
Valor total del portafolio (Millones de pesos)	15.855.947

Fuente: SFC.

TABLA 7.

Distribución emisores nacionales Fondos de Pensiones Voluntarias en AFP Billones de pesos

CLASIFICACIÓN DE INVERSIONES	FONDOS VOLUNTARIOS (AFP)
Nación	2,3
Deuda vigilados SFC	6,2
Deuda no vigilados SFC	0,6
Equity vigilados SFC	0,4
Equity no vigilados SFC	0,8
Fondos de capital privado	0,2
Fondos de inversión colectiva	0,5
Titularizaciones	0,9
Total portafolio nacional	12,0

Fuente: SFC

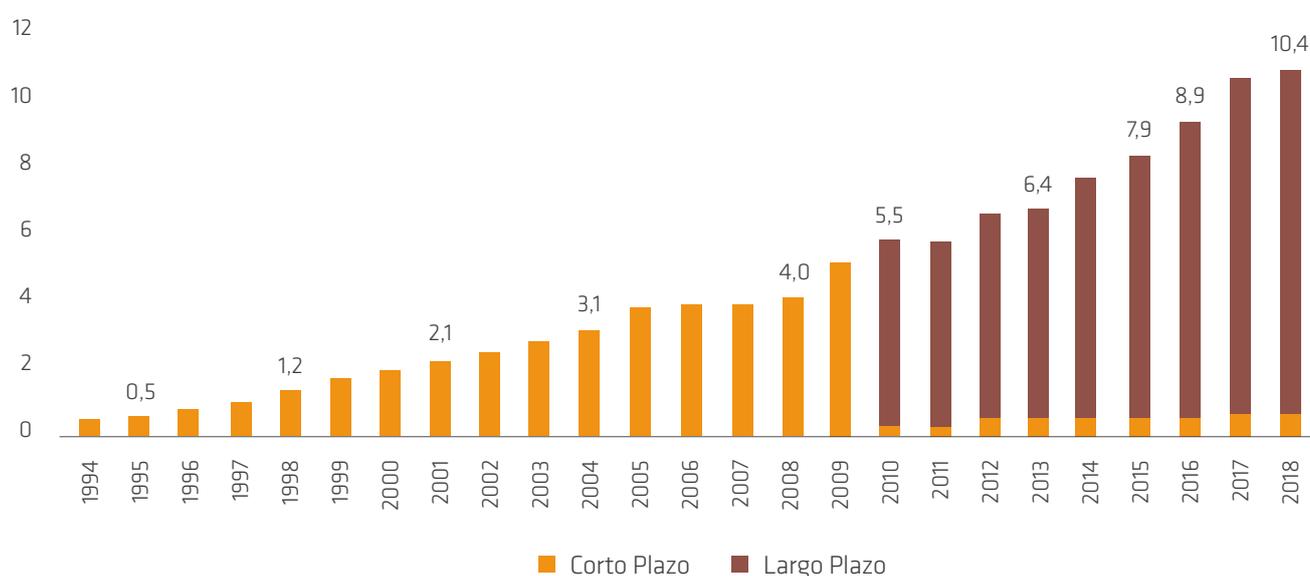
Fondos de cesantías

Bajo las mismas consideraciones de obligatoriedad de creación de los vehículos anteriormente descritos, surgen los fondos de cesantías que de forma análoga en aplicación al esquema de multifondos, en 2010 se separan en dos portafolios a saber, corto y largo plazo. El primero de ellos, el portafolio default al que cada mes de febrero las compañías aportan las cesantías de sus

trabajadores correspondientes al año inmediatamente anterior y en caso de que los recursos permanezcan hasta el mes de agosto se trasladan al portafolio de largo plazo. En todo caso, gran parte de los recursos son retirados en los días subsiguientes a su aporte, razón por la cual la tasa de crecimiento anual compuesta en el período comprendido entre 2008 y 2018 para los fondos de cesantías fue de 10,4%, y su potencia de crecimiento de este vehículo es limitada (Gráfico 28).

GRÁFICO 23.

Valor de los Fondos de Cesantías Billones de Pesos



Fuente: Asofondos, SFC

Sobre el portafolio de inversiones de los Fondos de Cesantías, \$7.3 billones de los \$10.4 total se han invertido en emisores nacionales, de los cuales el 42.4% han sido asignados a títulos de deuda pública, seguidos por los títulos de deuda del sector financiera con el 24.7% (Tabla 8 y Tabla 9).

TABLE 8.

Participación agregada por tipos de emisor para los Fondos de Cesantías Billones de pesos

CLASIFICACIÓN DE INVERSIONES	FONDOS DE CESANTÍAS	
	P. CORTO PLAZO	P. LARGO PLAZO
Emisores nacionales	61,1%	68,5%
Emisores extranjeros	-	28,1%
Otras inversiones y operaciones	38,9%	3,4%
Valor total del portafolio (Millones de pesos)	404.676	10.349.735

Fuente: SFC

TABLE 9.

Inversión en emisores nacionales de los Fondos de Cesantías Billones de pesos

CLASIFICACIÓN DE INVERSIONES	FONDOS DE CESANTÍAS	
	P. CORTO PLAZO	P. LARGO PLAZO
Nación	0,0	3,1
Deuda vigilados SFC	0,1	1,7
Deuda no vigilados SFC	0,0	0,3
Equity vigilados SFC	0,0	0,4
Equity no vigilados SFC	0,0	0,1
Fondos de capital privado	0,0	1,1
Fondos de inversión colectiva	0,1	0,2
Titularizaciones	0,0	0,2
Total portafolio nacional	0,2	7,1

Fuente: SFC

Fondos de inversión colectiva

Los Fondos de Inversión Colectiva (FIC) han sido un importante mecanismo de promoción del ahorro e inversión en el mercado de capitales nacional. Estos fondos son administrados por Sociedades Fiduciarias, Sociedades Comisionistas de Bolsa de Valores (SCBV) y Sociedades Administradoras de Inversión (SAI).

El andamiaje normativo²⁴ creó dos tipos de fondos de inversión: los abiertos y los cerrados. Por regla general, todos los FIC son abiertos, a menos que su reglamento especifique lo contrario. Entre otras, una de las reformas más relevantes que introdujo el Decreto 1242, consistió en la especialización de actividades, las cuales han sido definidas rigurosamente con el fin de mejorar la calidad de los servicios y productos, reducir los costos de inversión y, ampliar el acceso (ANIF, 2016).

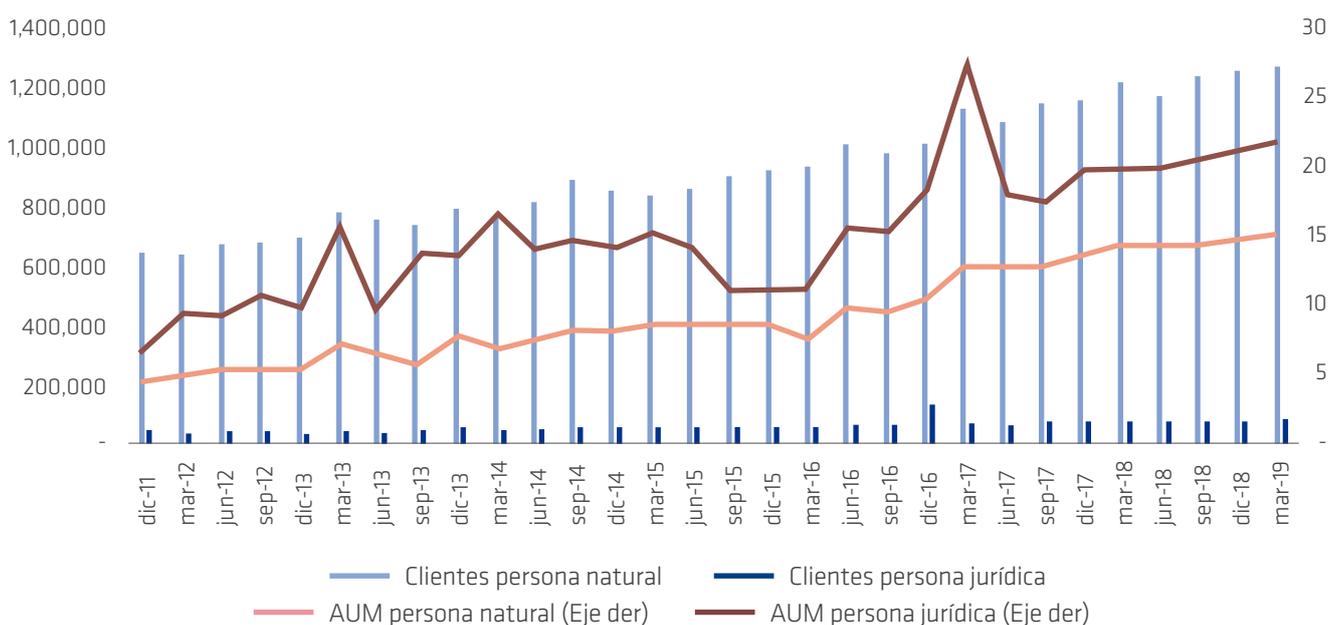
El valor de los activos administrados en FIC creció de \$30.5 billones (5.6% del PIB) en 2010 a \$97.2 billones (9.9% del PIB) en 2018. En junio de 2015 el país contaba con 258 negocios activos y 202 para finales de 2018. Como se muestra en el Gráfico 29, los FIC han crecido en importancia como instrumentos de inversión tanto para las personas naturales como para las empresas ya que tanto el número de clientes como los recursos en administración han tenido tasas de crecimiento compuestas anuales en el último quinquenio de 10% en los dos casos.

El valor de los activos administrados en FIC creció de \$30.5 billones (5.6% del PIB) en 2010 a \$97.2 billones (9.9% del PIB) en 2018. En junio de 2015 el país contaba con 258 negocios activos y 202 para finales de 2018. Como se muestra en el Gráfico 29, los FIC han crecido en importancia como instrumentos de inversión tanto para las personas naturales como para las empresas ya que tanto el número de clientes como los recursos en administración han tenido tasas de crecimiento compuestas anuales en el último quinquenio de 10% en los dos casos.



GRÁFICO 29.

Evolución número y recursos administrados por tipo de inversionista



Fuente: Asofiduciarias

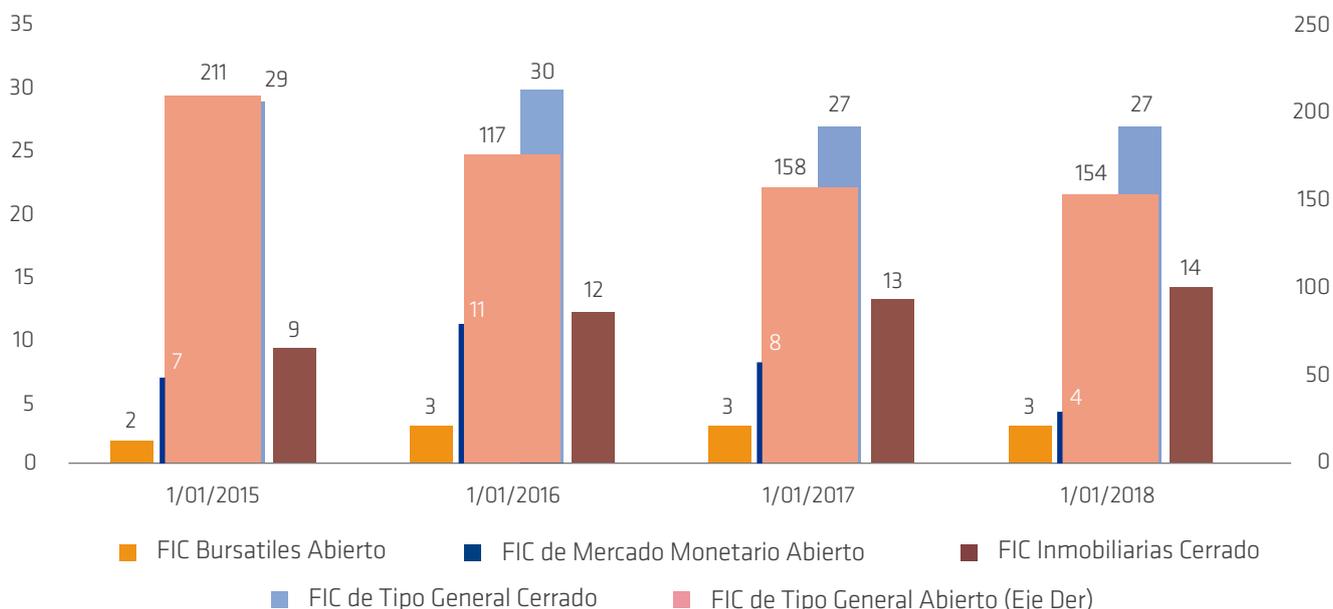
24. (Petrecolla, 2019).

Desagregando el tipo de Fondos de Inversión Colectiva en el mercado, sin incluir los fondos de capital privado, que se profundizará en la siguiente sección, en el Gráfico 30 se observa que históricamente los FIC abiertos generales son los más numerosos; lo anterior es asociado

a la liquidez para los ahorradores y la facilidad del acceso de los inversionistas, ya que la distribución de este tipo de vehículos de inversión se distribuye mayoritariamente a través de las redes bancarias de las fiduciarias y sociedades comisionistas asociadas a grupos financieros.

GRÁFICO 30.

Evolución Número de FIC por tipo

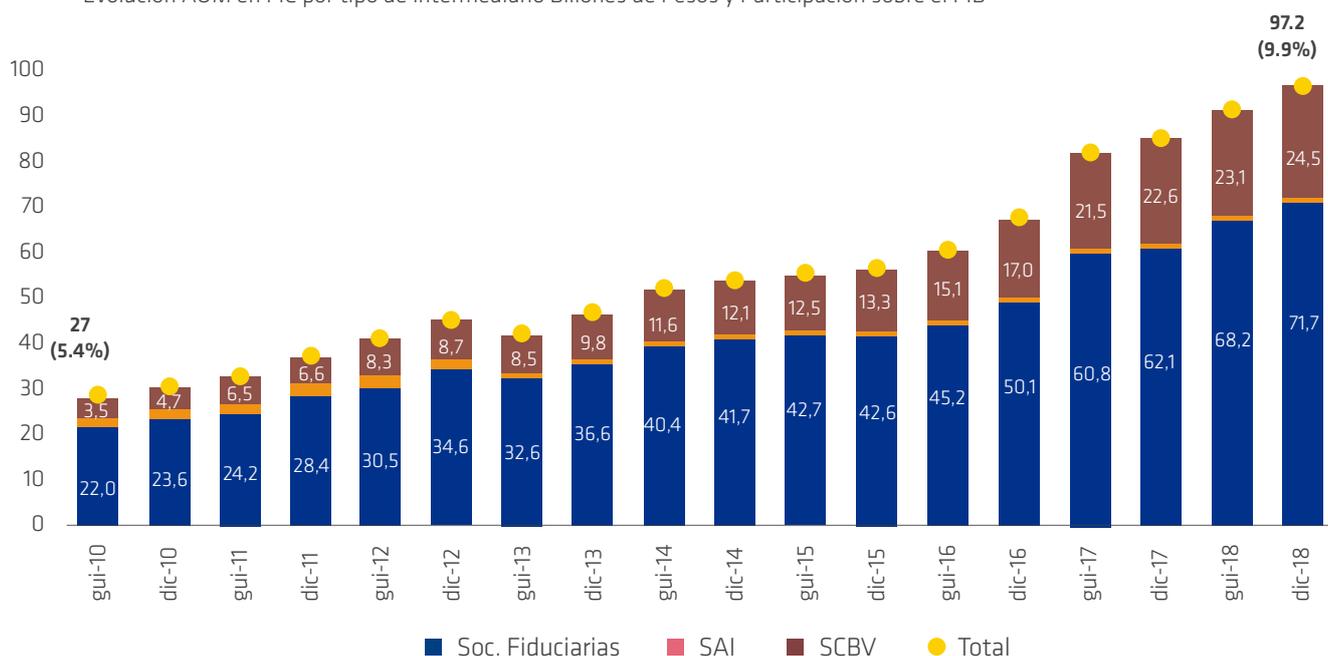


Fuente: SFC

Las sociedades fiduciarias administraban \$71.7 billones en activos de FIC (73% del total) en 2018. Las SCBV para 2018 sumaban \$24.5 billones (25.2%) en activos administrados bajo FIC (Gráfico 31).

GRÁFICO 31.

Evolución AUM en FIC por tipo de intermediario Billones de Pesos y Participación sobre el PIB



Fuente: SFC y Dane

En cuanto a la composición del portafolio de inversión y derivados, que corresponde a \$70.8 billones (72.9% del total de activos), las sociedades invierten mayoritariamente en títulos de emisores nacionales, en especial aquellos en deuda privada e instrumentos de patrimonio.

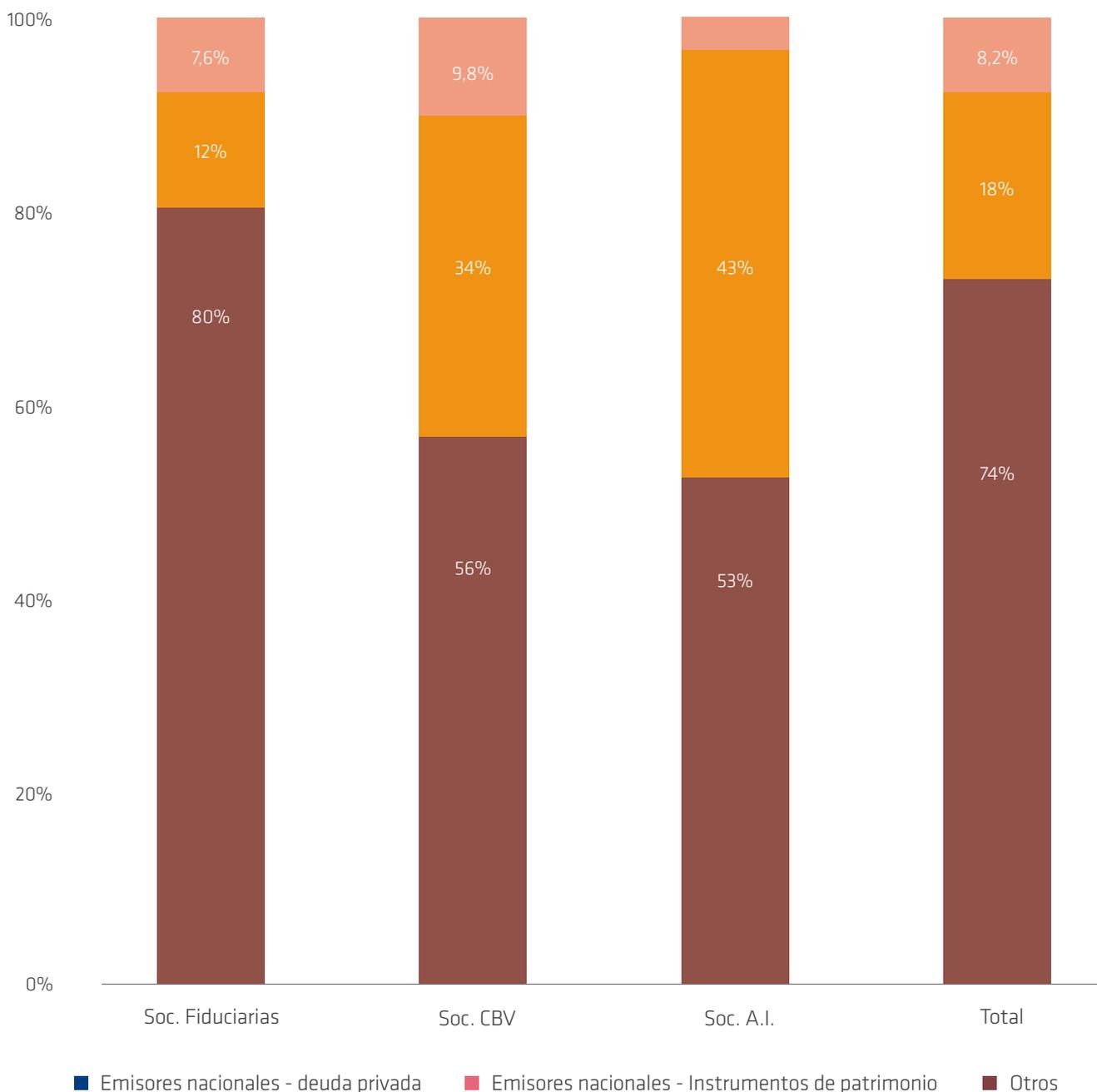
Para 2018, de \$70.8 billones del portafolio de inversión en FIC, el 74% corresponde a deuda privada, el 18% a instrumentos de patrimonio y el restante 8.2% a otro tipo de títulos. El portafolio de

inversión de los FIC en las sociedades fiduciarias se compone en un 80% por deuda privada y 12% por instrumentos de patrimonio.

Por su parte, las SCBV y las SAI presentan una distribución más equilibrada. En el caso de las SCBV el 56% se invierte en deuda privada y el 34% en instrumentos de patrimonio, mientras que en cuanto a las SAI las inversiones en deuda privada e instrumentos de deuda se componen en 53% y 43%, respectivamente **(Gráfico 32)**.

GRÁFICO 32.

Composición porcentual del portafolio de inversión y derivados FIC por administrador (Dic 2018)

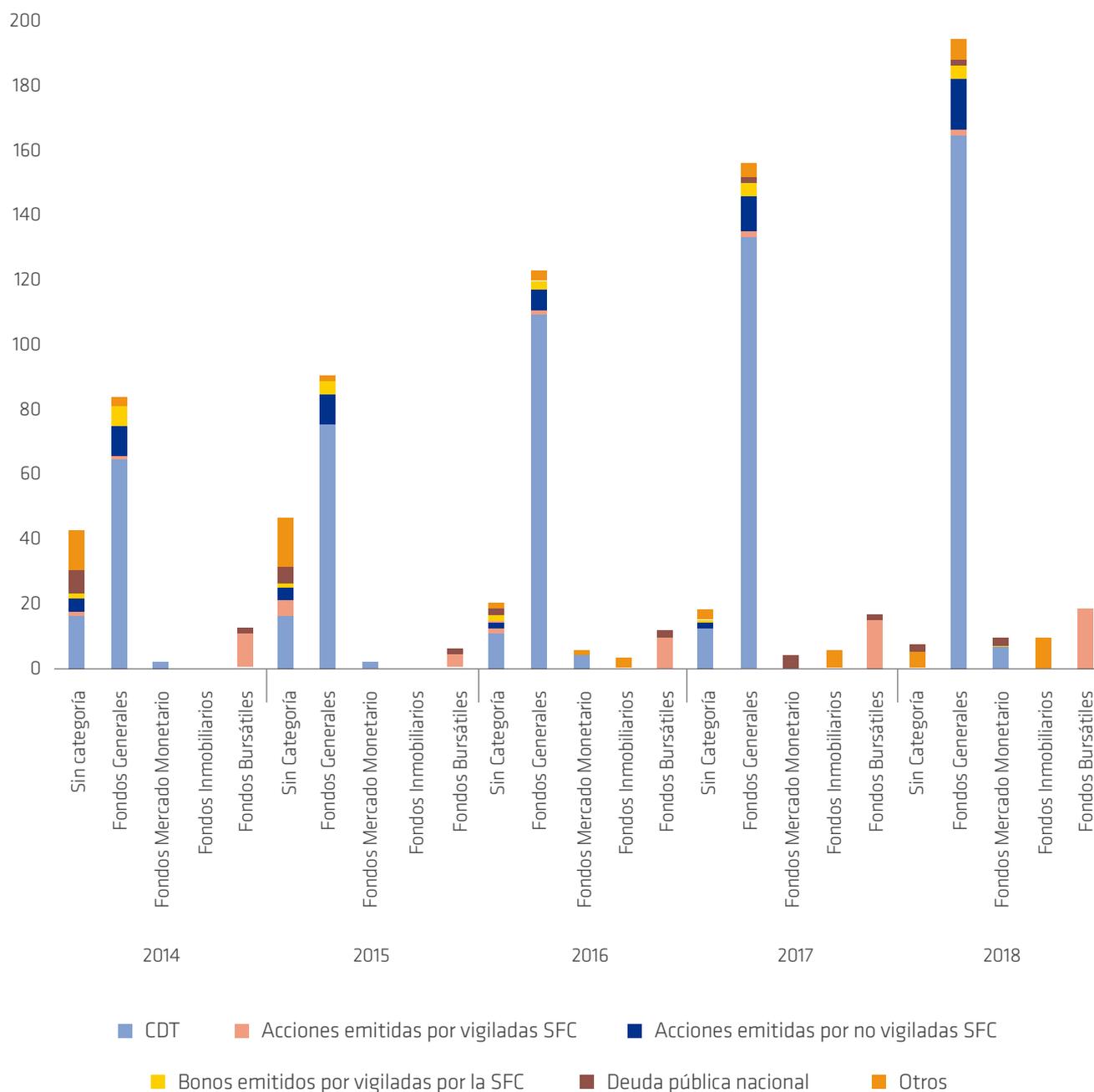


Fuente: SFC

Revisando la evolución histórica de los portafolios de inversiones agregados de los Fondos de Inversión Colectiva (Gráfico 33), se evidencia que desde 2015 la participación de los Certificados de Depósito a Término dentro del total de las inversiones de los fondos generales (el rubro más representativo) ha oscilado entre 85% y 87%.

GRÁFICO 33.

Composición portafolio inversión por tipo de FIC Billones de Pesos



Fuente: SFC

La composición de las inversiones de los FIC se refleja en las estructuras de comisiones generados a las sociedades administradoras. Los fondos de inversión colectiva con mayores volúmenes de activos bajo administración, a saber, los FIC del mercado mo-

netario son los más concentrados en CDT y cuentas de ahorro por su carácter de liquidez y retiro permanente de recursos.

Según datos de la Superintendencia Financiera, los ETFs generaron comisiones pro-

medio durante el 2018 de 0.53%, los que se categorizan como de mercado monetario (sólo son seis) de 1.01%, los generales abiertos de 1.47%, los generales cerrados de 1.61%, y los inmobiliarios de 1.61%.

Fondos de capital privado

Los Fondos de Capital Privado (FCP) son una alternativa a los canales tradicionales para las empresas del sector real que no listadas en bolsa, pero que presentan un alto potencial de crecimiento.

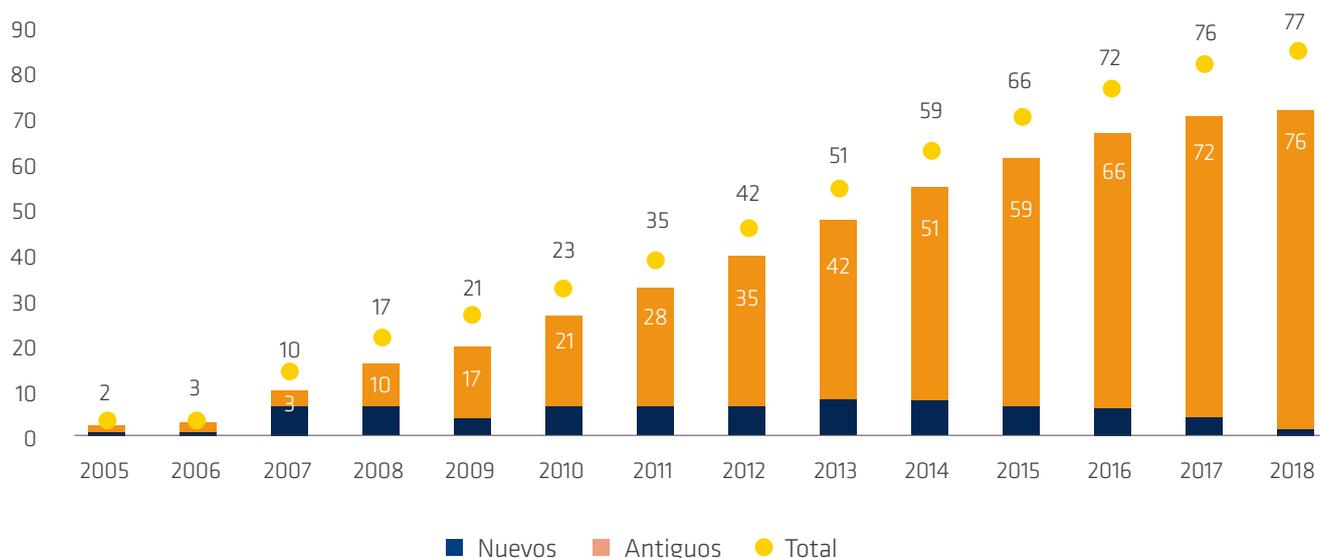
Con el reconocimiento por la Ley 964 y la Resolución 470 en el año 2005, así como las distintas reformas que se han incorporado regulatoriamente, los FCP se han posicionado en Colombia como un

importante vehículo de inversión para inversionistas institucionales y demás actores del mercado.

Desde su reconocimiento legal, como se muestra en el **Gráfico 34**, el número de gestores profesionales y de FCP se ha incrementado de manera sustancial. Para 2005, el mercado contaba con 2 gestores profesionales y 4 FCP, mientras que para 2018 el número de gestores y FCP ascendieron a 77 y 122, respectivamente.

GRÁFICO 34.

Evolución del número de gestores profesionales

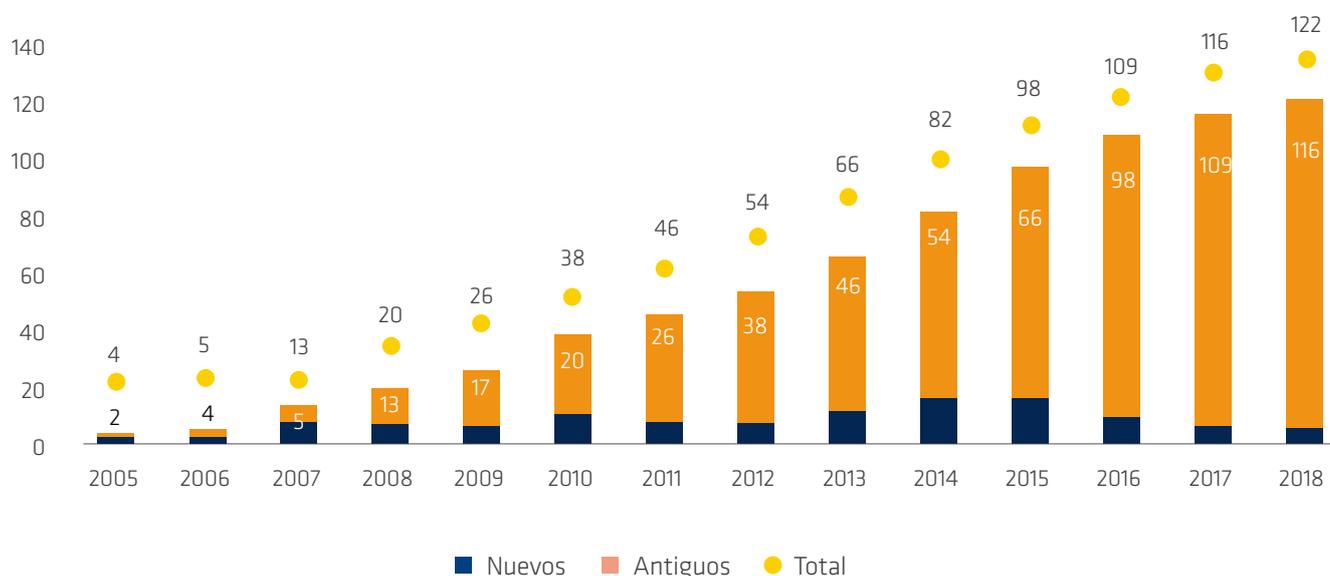


Fuente: Colcapital

En la actualidad, el mercado cuenta con 111 FCP activos, de los cuales 56 invierten en activos locales (50,5%) y 55 en el exterior (**Gráfico 35**).

GRÁFICO 35.

Evolución del número de fondos de capital privado que invierten en Colombia



Fuente: Colcapital

Este incremento se ha reflejado en las inversiones históricas de los FCP. Hasta 2018, los FCP han invertido cerca de \$10,753 millones de dólares en 701 activos o empresas nacionales, donde la mayor parte de las inversiones se destinaron a 44 proyectos de infraestructura por un valor de \$5,555 millones de USD, seguidos por 429 proyectos inmobiliarios (\$3,111 millones USD), 78 adquisiciones (\$1,657 millones USD), 57 proyectos de recursos naturales (\$361 millones USD), 18 de impacto (\$36 millones USD) y

75 para proyectos de capital emprendedor (\$32 millones USD).

Los inversionistas de los FCP se encuentran altamente concentrados en los fondos de pensiones y cesantías, las cuales representan cerca del 41.5% del total.

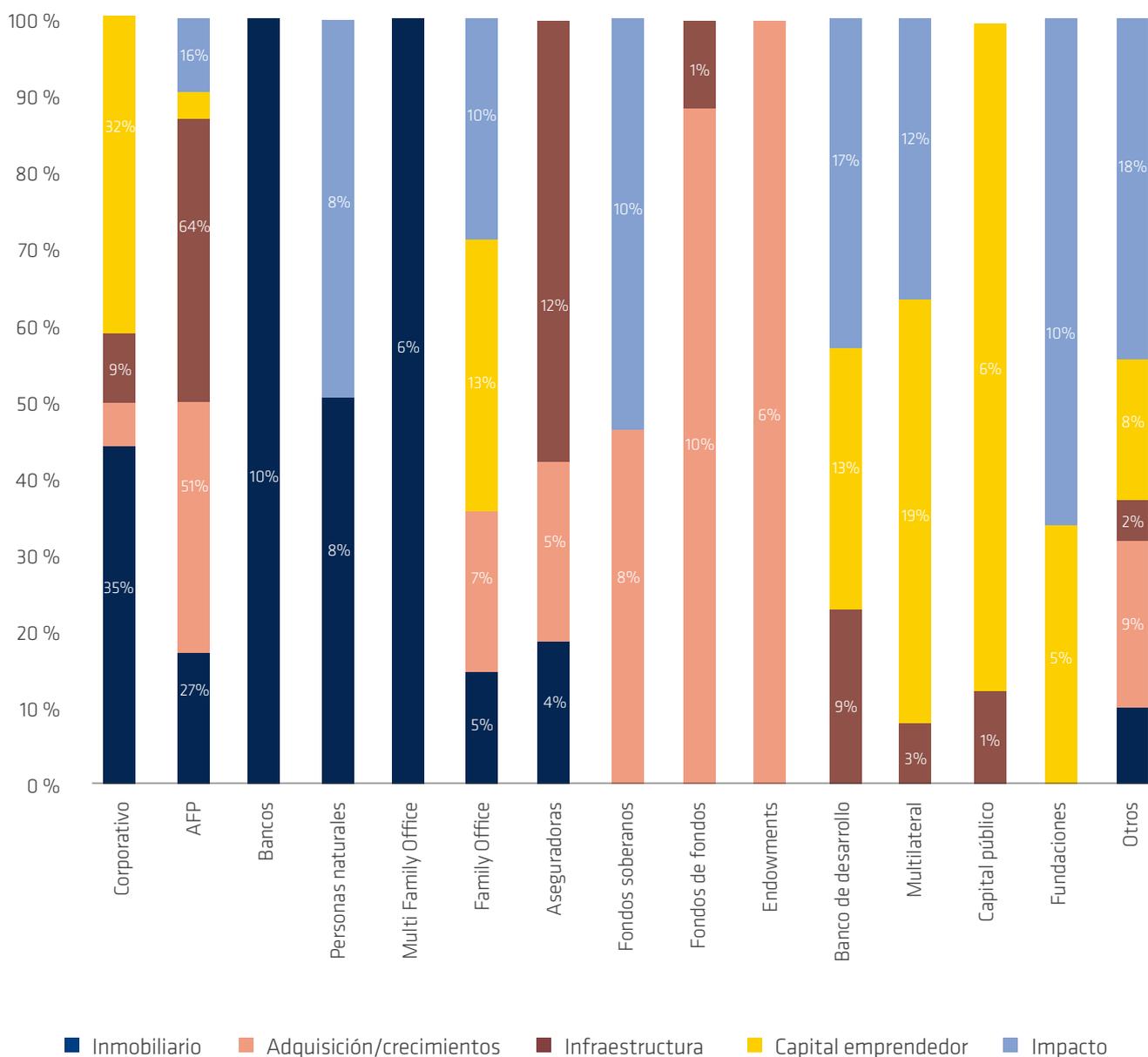
Del monto total del capital levantado por los FCP, las AFP participan en el 64% de los recursos que se invierten en infraestructura y el 51% de los fondos cuyo objetivo de

inversión se dirige a adquisiciones/crecimiento con 51%.

La segunda fuente de financiamiento de los FCP es provista por inversionistas corporativos o empresas, con el 20% del total, y estos invierten principalmente en fondos inmobiliarios (35%) y de capital emprendedor (32%). Las compañías aseguradoras, los bancos y demás entidades también participan como inversionistas en los FCP, aunque en una menor proporción (**Gráfico 36**).

GRÁFICO 36.

Participación porcentual de las inversiones en FCP por tipo de entidad



Fuente: Colcapital

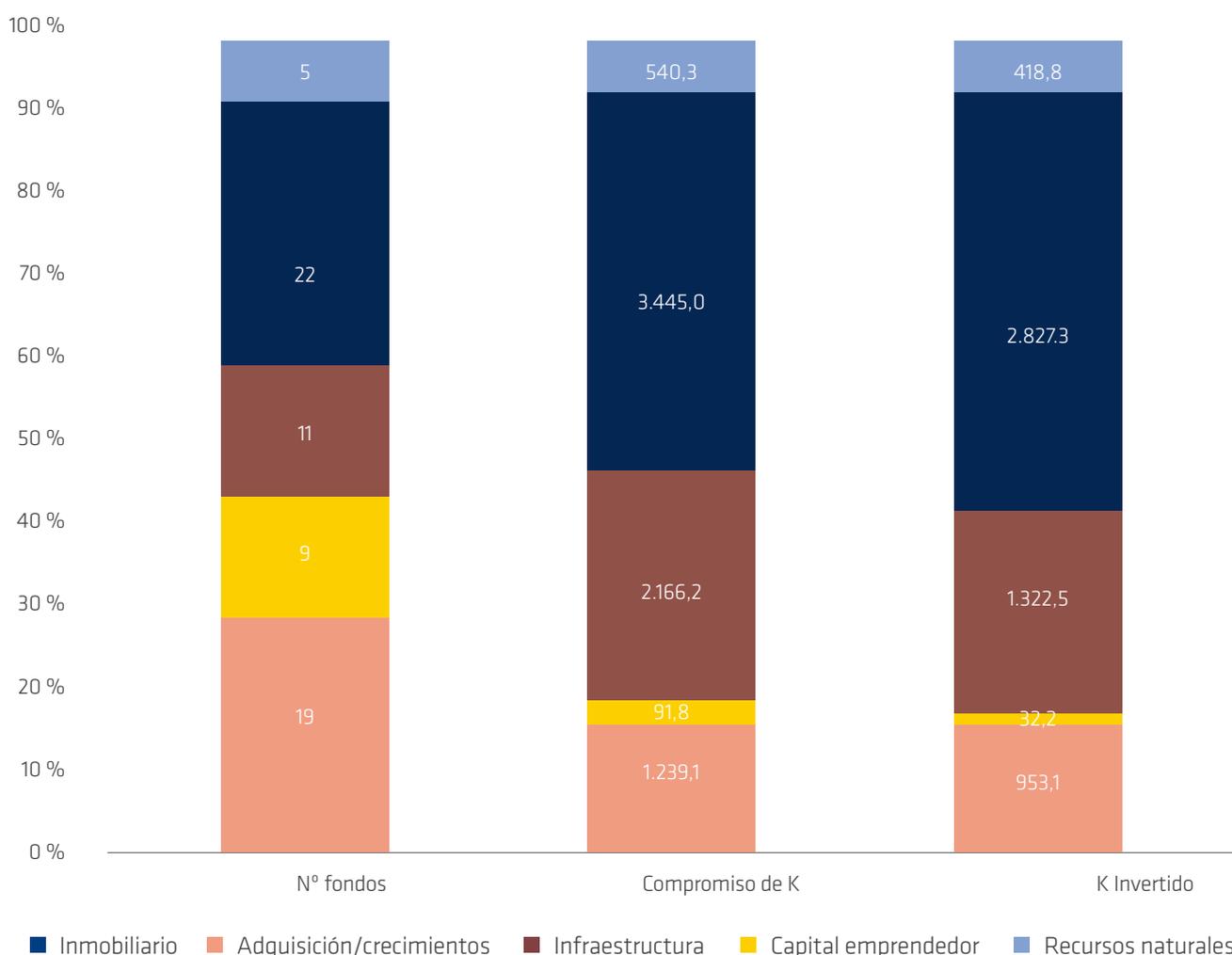
Los FCP han venido ganando espacio como un vehículo de inversión para los inversionistas profesionales e inversionistas retail, quienes por las características propias de la inversión deben contar con capacidad técnica de análisis que fundamente su toma de decisiones, así como contar con una base de recursos

patrimoniales importantes, en la medida que solamente se puede constituir participación por un monto que no podrá ser inferior a seiscientos (600) salarios mínimos legales mensuales vigentes. Los recursos captados por este vehículo han permitido el desarrollo de una industria de capital de riesgo, en la me-

da en que se destinan a proyectos o empresas con riesgos y retornos diferentes a los que son atendidos por los canales tradicionales de financiación. En el **Gráfico 37** se presenta el número de fondos y los recursos de capital comprometidos e invertidos de acuerdo con el sector al cual van dirigidos.

GRÁFICO 37.

Número de fondos, recursos de capital comprometidos e invertidos por sector



Fuente: Colcapital

Una parte importante de los recursos captados se distribuye a sectores tales como empresas y proyectos en etapa de crecimiento, proyectos sobre recursos naturales, sector inmobiliario e infraestructura.

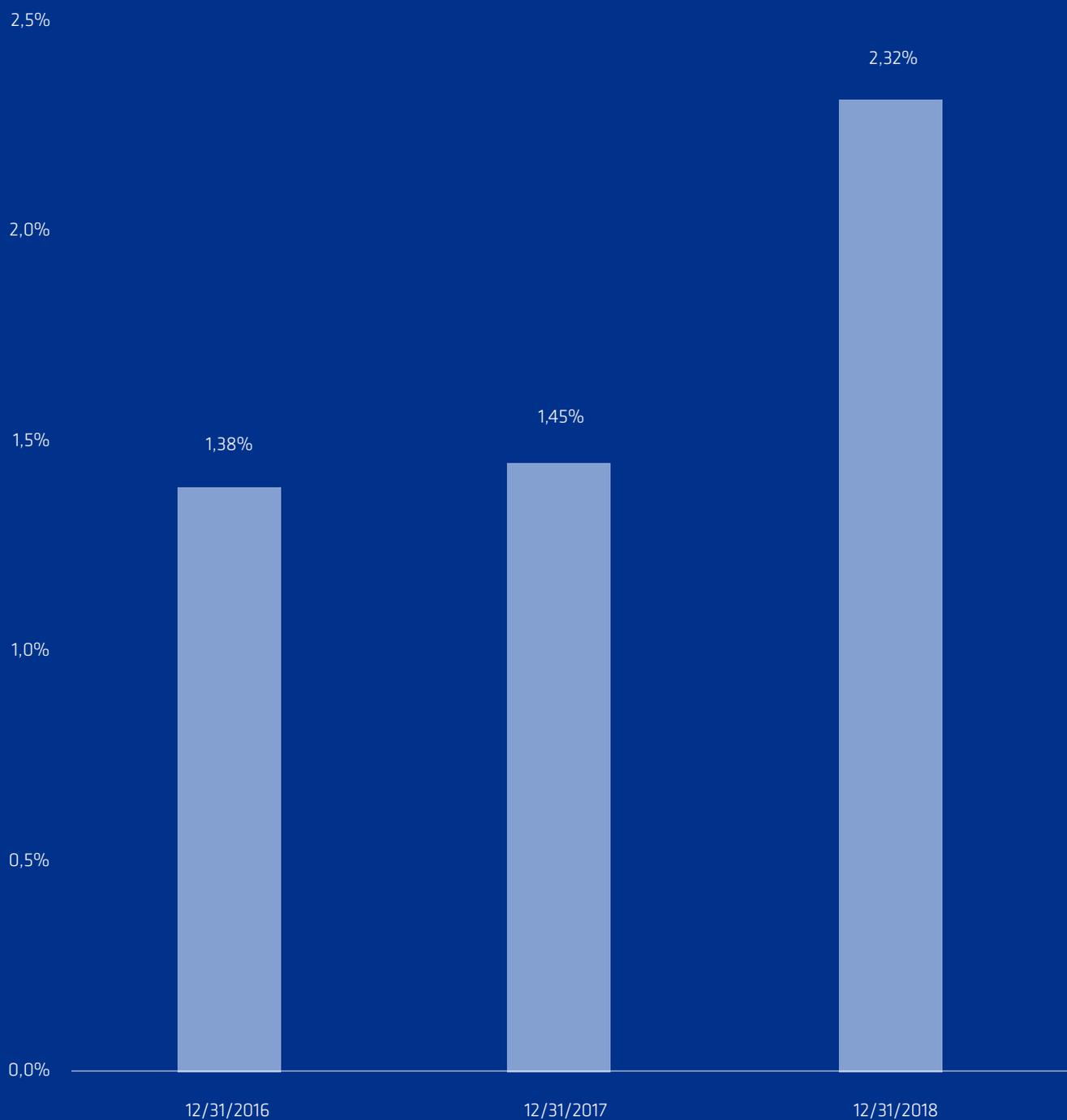
ción de las participaciones en el mercado secundario. Debido a que la norma fue expedida hace poco tiempo, no se cuenta con resultados puntuales de su aplicación.

Los fondos de capital privado emiten participaciones que son adquiridas de manera directa por los inversionistas. El Decreto 1984 de 2018, amplió las posibilidades que tienen los FCP como oferentes de papeles en el mercado de capitales, ya que los faculta a emitir instrumentos de deuda - bonos, y además permite la negocia-

En cuanto a la relación entre los ingresos por comisión recibidos por las sociedades administradoras y los activos invertidos en los fondos de capital privado, se observa una tendencia creciente en los últimos años, y para diciembre de 2018, este valor es de 2.32% (**Gráfico 38**).

GRÁFICO 38.

Número de fondos, recursos de capital comprometidos e invertidos por sector



Fuente: SFC

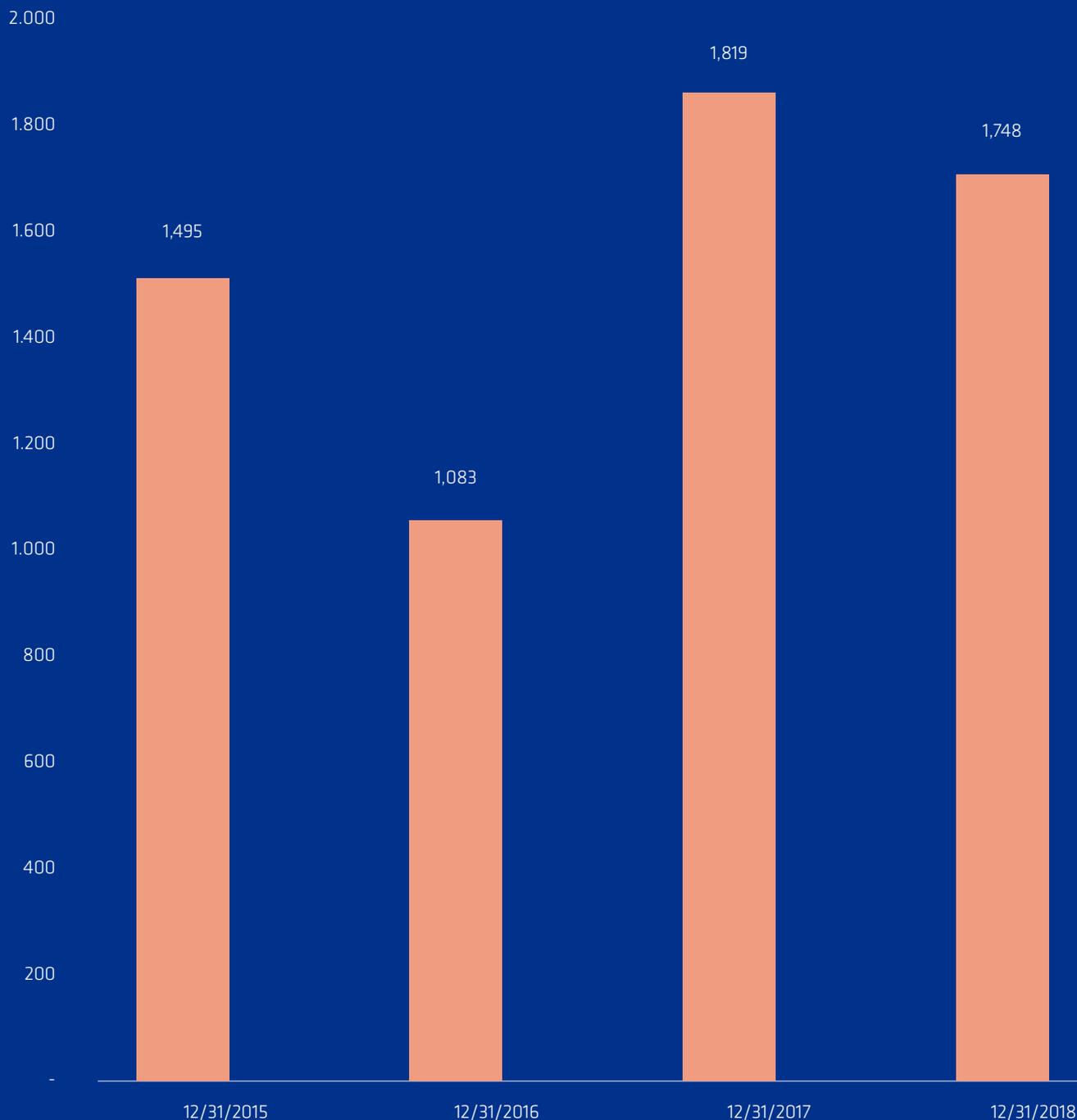
Como se ha mencionado con anterioridad, los fondos de capital privado se caracterizan por un monto mínimo de constitución de participaciones por inversionista; en esta medida, los principales inversionistas

del vehículo son los clasificados como institucionales, tales como los fondos de pensiones y compañías de seguros, sin perjuicio de lo anterior existe una masa de inversionistas retail que cumplen con las

condiciones mínimas y en esa medida adquieren participaciones del vehículo. A diciembre de 2018, los tenedores de las participaciones de estos fondos ascendían a 1,748 inversionistas (**Gráfico 39**).

GRÁFICO 39.

Evolución número de inversionistas Fondos de Capital Privado (Dic - 2018)



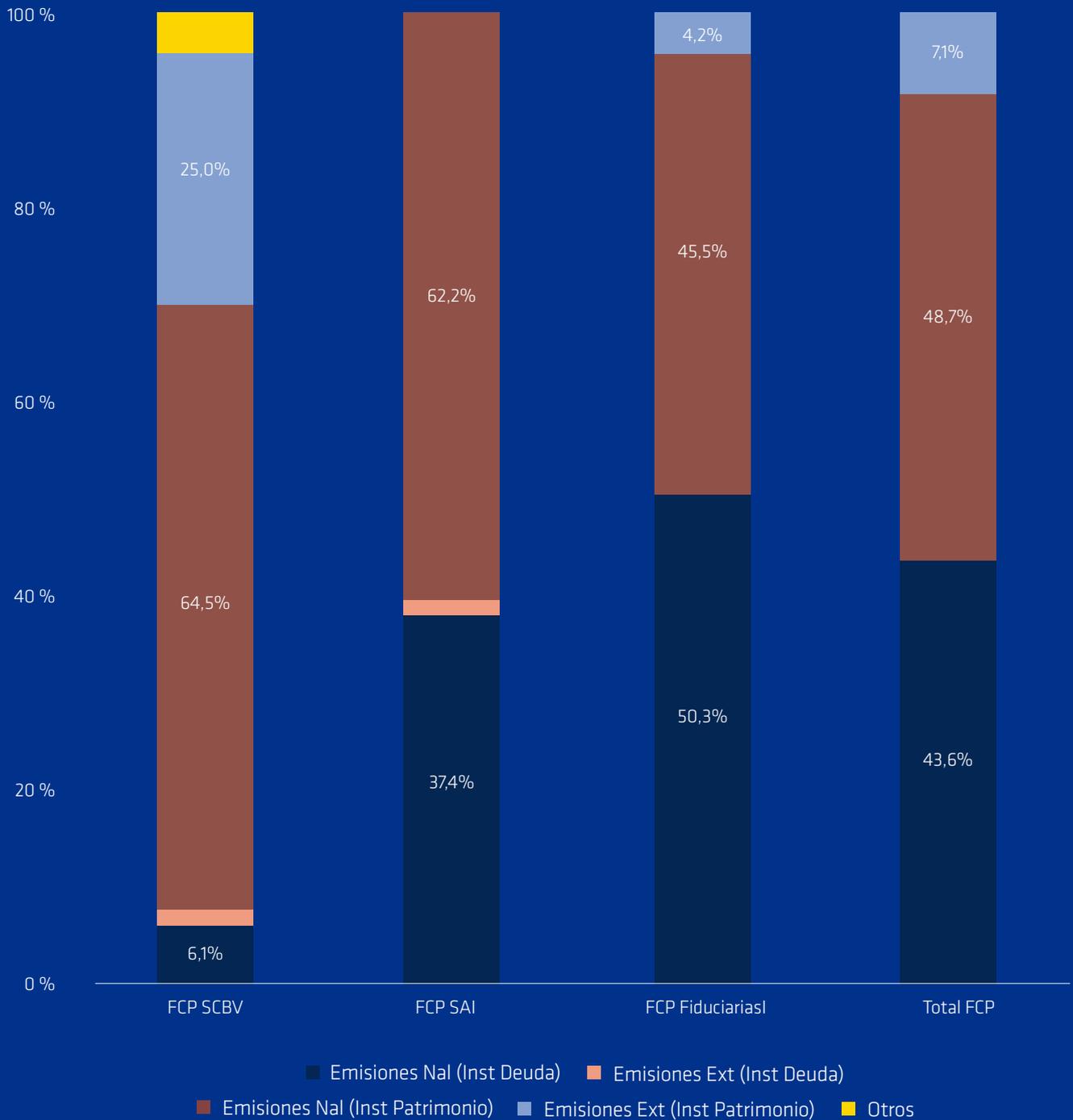
Fuente: SFC

En términos normativos, los fondos de capital privado son fondos de inversión colectiva cerrados que deben destinar al menos las dos terceras partes (2/3) de los aportes de sus inversionistas a la adquisición de activos o derechos de contenido económico diferentes a valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores - RNVE.

En este contexto, las inversiones en valores inscritos en el RNVE están acotado a una tercera parte del valor de las inversiones del vehículo, lo que se refleja en la composición del portafolio que se muestra en el **Gráfico 40**, en la que se muestra la desagregación de los portafolios de inversión de más de \$13 billones de pesos de los FCP por administrador.

GRÁFICO 40.

Participación por tipo de instrumento en el portafolio de inversiones de los FCP – Abril 2019



Fuente: SFC

Reservas técnicas de seguros

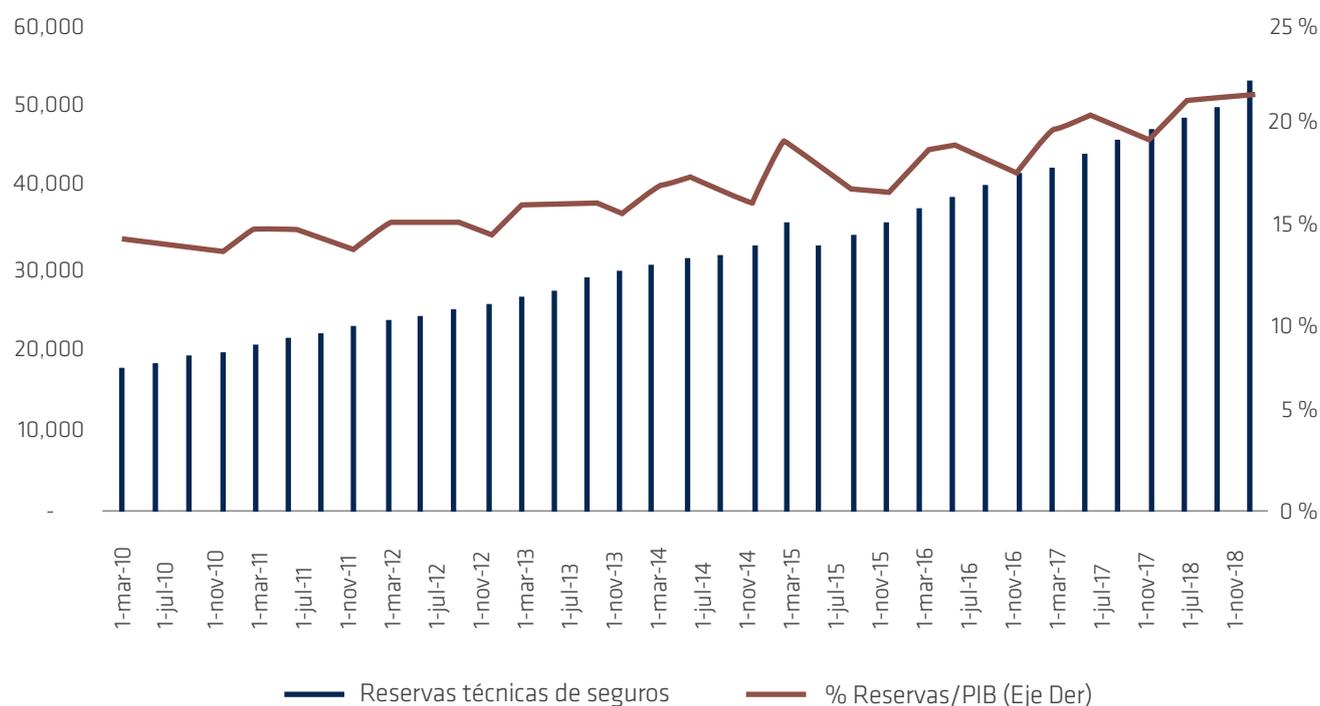
Las compañías de seguros, tanto de vida como generales, son uno de los principales inversionistas institucionales en el mercado de capitales: para respaldar las obligaciones de corto, mediano y largo plazo contraídas con sus asegurados, deben constituir una serie de

reservas técnicas que hacen parte del pasivo y que debe ser respaldada por un portafolio de inversiones.

Como se muestra en el **Gráfico 41** estos portafolios en la última década han oscilado entre el 14% y el 20% del PIB y han presentado una tasa de crecimiento anual compuesto de 11%.

GRÁFICO 41.

Reservas Técnicas de Aseguradoras Millones de pesos – Febrero 2019



Fuente: SFC

La **Tabla 10** refleja que la industria se ha mantenido bastante estable en número de entidades (49).

TABLA 10.

Número de Compañías en la industria aseguradora Miles de millones de pesos – Marzo 2019

Nº. COMPAÑÍAS	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Seguros generales	26	26	26	26	26	28	28	26	26
Seguros de vida	19	19	19	19	19	19	19	20	20
Capitalizadoras	4	3	3	3	3	3	3	3	3

Fuente: SFC

La entidad de regulación colombiana ha establecido una serie de disposiciones específicas para el sector; de esta manera se expidió un régimen de reservas para los ramos de vida y generales, así como un régimen de inversiones, donde se establecen los activos admisibles y límites por activo.

Seguros generales

El portafolio de inversiones que respaldan las reservas de seguros generales presenta una tendencia creciente en el último año y a marzo

de 2019 asciende a cerca de trece billones, como se muestra en la **Tabla 11**. Se evidencia que la composición (por clases de activos) de los portafolios de las compañías, presenta baja variabilidad y la notable tenencia de instrumentos de deuda pública, CDT y deuda privada.

TABLA 11.

Portafolio de inversión de las compañías de seguros generales Miles de millones de pesos - Marzo 2019

SEG. GENERALES	MAR-18	JUN-18	SEP-18	DIC-18	MAR-19
Acciones	1.596	1.598	1.664	1.654	1.739
Vehículos de inversión colectiva	250	333	285	344	359
CDT	2.049	2.071	2.126	2.155	2.373
Deuda privada	1.815	2.010	2.130	2.212	2.234
Deuda privada extranjera	1.350	1.448	1.542	1.395	1.609
Deuda pública	3.804	3.721	3.753	3.453	4.220
Otros	457	475	502	494	467
Total	11.321	11.656	12.002	11.707	13.001

Fuente: Fasescolda

Seguros de vida

De la misma manera que para el caso de compañías de seguros generales, las compañías de seguros de vida cuentan con reglas para la estimación de las distintas reservas que les permitan responder por las obligacio-

nes contraídas con sus asegurados y un régimen de inversión, con activos admisibles y límites de inversión por instrumento.

El portafolio en instrumentos financieros que respaldan las reservas de las com-

pañías de seguros de vida tiene recursos por más de \$41 billones de pesos, como se exhibe en la Tabla 12 Las principales inversiones de estas compañías son instrumentos de deuda pública (principalmente TES) y deuda privada.

TABLA 12.

Portafolio de inversión de las compañías de seguros de vida Miles de millones de pesos - Marzo 2019

SEG. GENERALES	MAR-18	JUN-18	SEP-18	DIC-18	MAR-19
Acciones	3.227	3.105	3.219	3.122	3.280
Vehículos de inversión colectiva	808	793	820	808	720
CDT	5.208	5.075	5.226	5.437	5.895
Deuda privada	10.890	11.253	11.334	11.296	11.252
Deuda pública	15.348	16.144	16.503	16.970	18.238
Otros	1.915	1.943	2.081	2.163	2.080
Total	37.397	38.313	39.183	39.797	41.464

Fuente: Fasescolda

Tesorerías Públicas

El Gobierno Nacional ha establecido normas particulares para la inversión de los recursos de las entidades estatales del orden nacional y territorial. Es así como se expidió el Decreto 1525 de 2008²⁵, recogido en el Decreto Único del Sector Hacienda (Decreto 1068 de 2015), en el cual se establece un régimen de inversión de estos recursos, con la finalidad de preservar la naturaleza y objetivos de estos; sin perjuicio de lo anterior, contar con un régimen de inversiones acota los activos admisibles y puede generar un costo de oportunidad por su uso en otro tipo de activos.

Adicional a lo anterior, se debe señalar que los administradores de portafolio de entidades públicas no cuentan con claridad sobre el alcance de la responsabilidad fiscal que se establece en la Ley 610 de 2000, en lo relacionado con potencia-

les pérdidas por la gestión del portafolio lo cual se puede encuadrar en daño patrimonial al estado y la consecuente investigación fiscal. Debido a lo anterior, los administradores no cuentan con un incentivo a hacer una asignación eficiente de los recursos y se imponen unos costos importantes a dicha administración.

Dentro de los principales recursos administrados por las entidades del sector público, se encuentran los excedentes de liquidez, recursos que de manera inmediata no se destinan al desarrollo de las actividades que constituyen el objeto de estas.

En este tipo de operaciones se encuentran recursos por valor de 67.5 billones de pesos, los cuales se invierten como se exhibe en el **Gráfico 42**. De acuerdo con la naturaleza y plazo de los recursos, éstos se invierten de manera principal en cuentas bancarias, TES, CDT y productos fiduciarios.

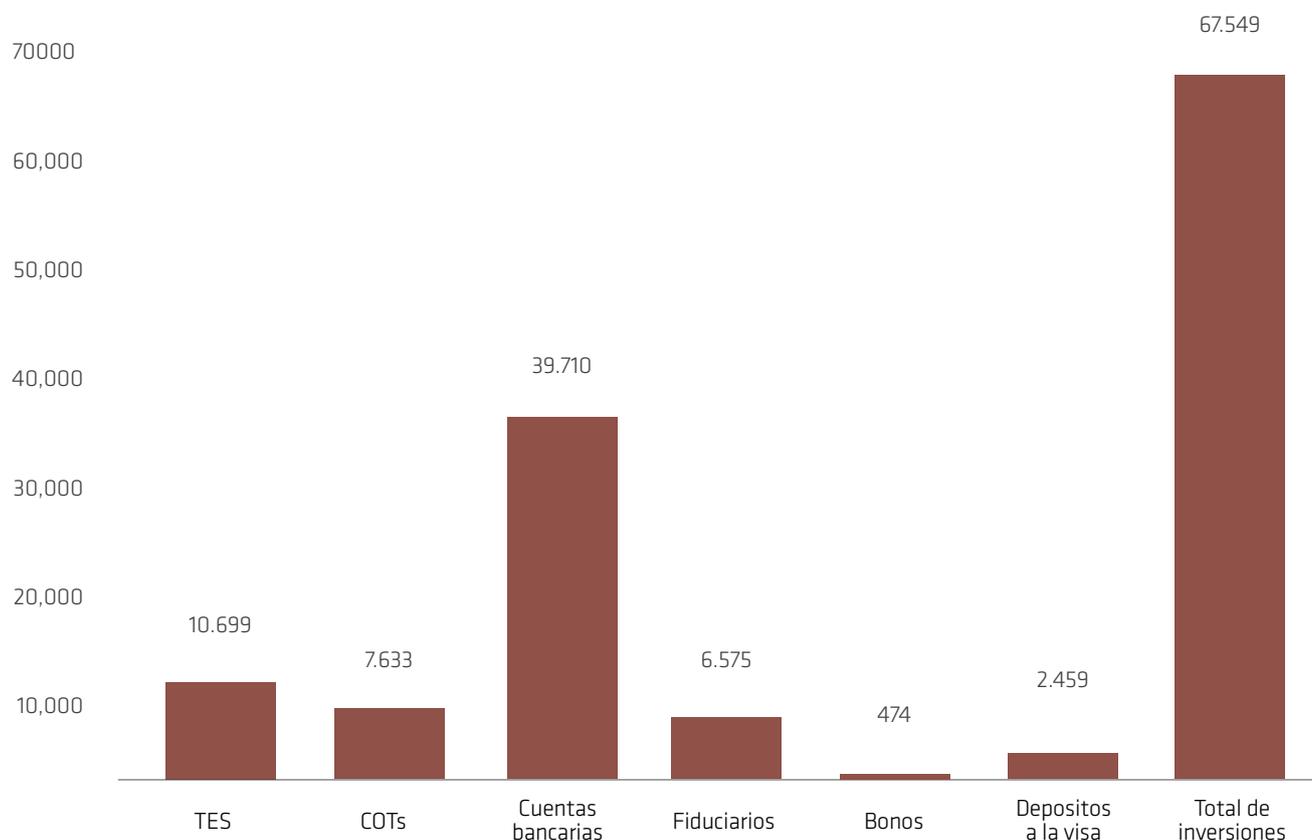
Considerando la importante cantidad de entidades que gestionan recursos públicos, así como la circunstancias de que son éstas las encargadas de definir políticas de inversión y administrar riesgos, en el Plan Nacional de Desarrollo 2018 – 2022 se facultó al Gobierno para administrar los activos y pasivos financieros de la nación en forma directa, así como los activos financieros de los entes públicos por delegación de estos con el propósito de hacer más eficiente y transparente la gestión de los portafolios de liquidez²⁶. De esta manera será la DGCPTN de manera centralizada la que administre los recursos públicos, lo que sustraerá una fuente importante de recursos del mercado monetario.

25. La DGCPTN del Ministerio de Hacienda y Crédito Público ha venido adelantando una propuesta de modificación a este decreto, mediante el Decreto 1068 de 2015.

26. Véase Ley 1955 de 2019, artículos 37 y 38.

GRÁFICO 42.

Inversiones por instrumento en el portafolio de los excedentes de liquidez de las entidades estatales Millones de pesos – Febrero 2019



Fuente: Banco de la República, MHCP – DGCPTN

2.2.4 Otros mecanismos de inversión

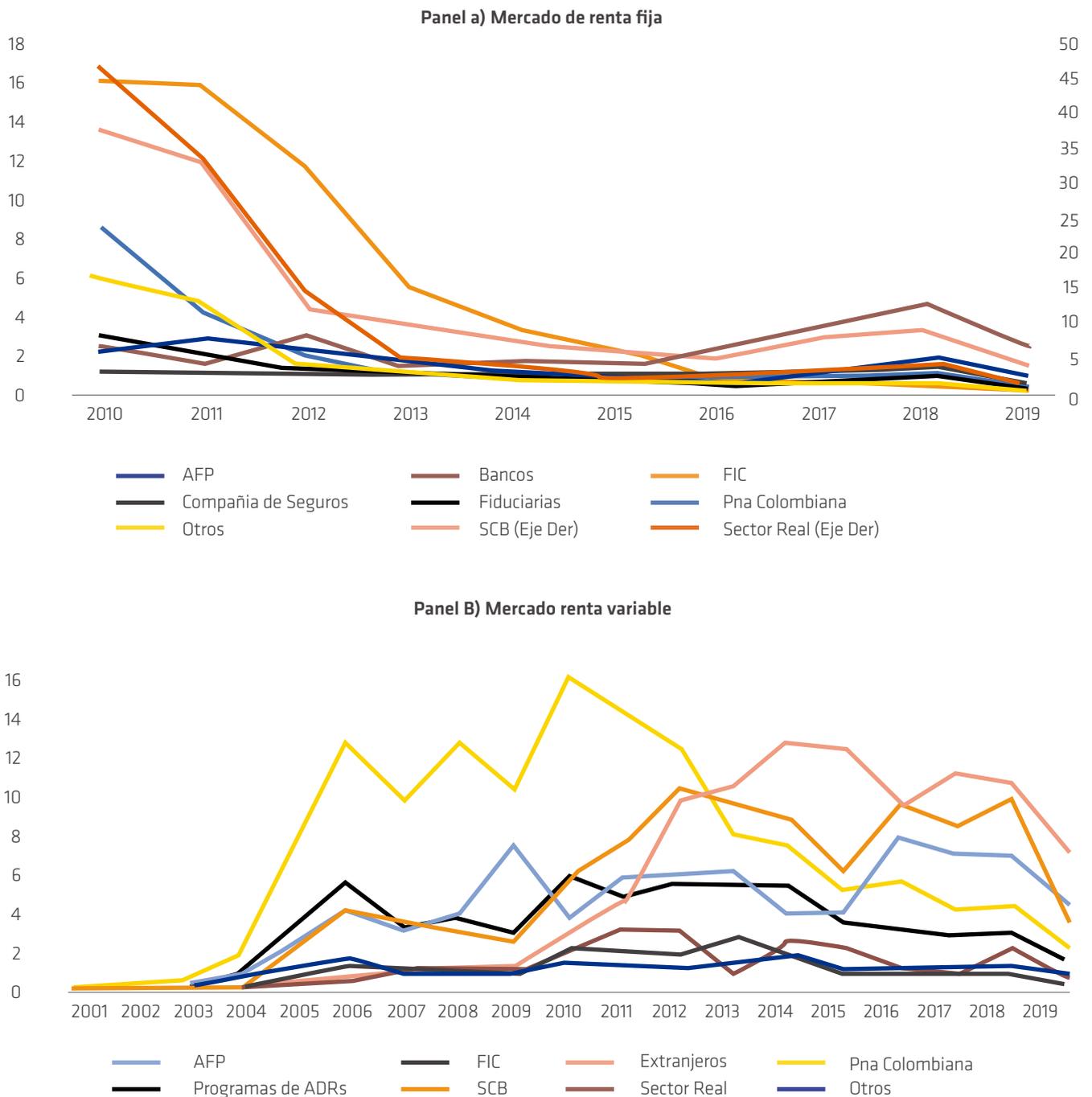
Tesorerías Privadas

Teniendo como referencia el papel del sector real en el mercado secundario tanto de renta fija como variable, el **Gráfico 43** muestra que mientras en el 2010 las empresas del sector real participaban con el 37% del volumen de compra de títulos en el mercado de ren-

ta fija, en el 2018 esta participación disminuyó al 17% con \$2.2 de los \$12.9 billones que tenía el total de las operaciones. De forma similar, al examinar el mercado de renta variable para el mismo período, el volumen de compras del sector real disminuyó de 14% al 7%.

GRÁFICO 43.

Evolución volúmenes de compra del sector real



Fuente: BVC

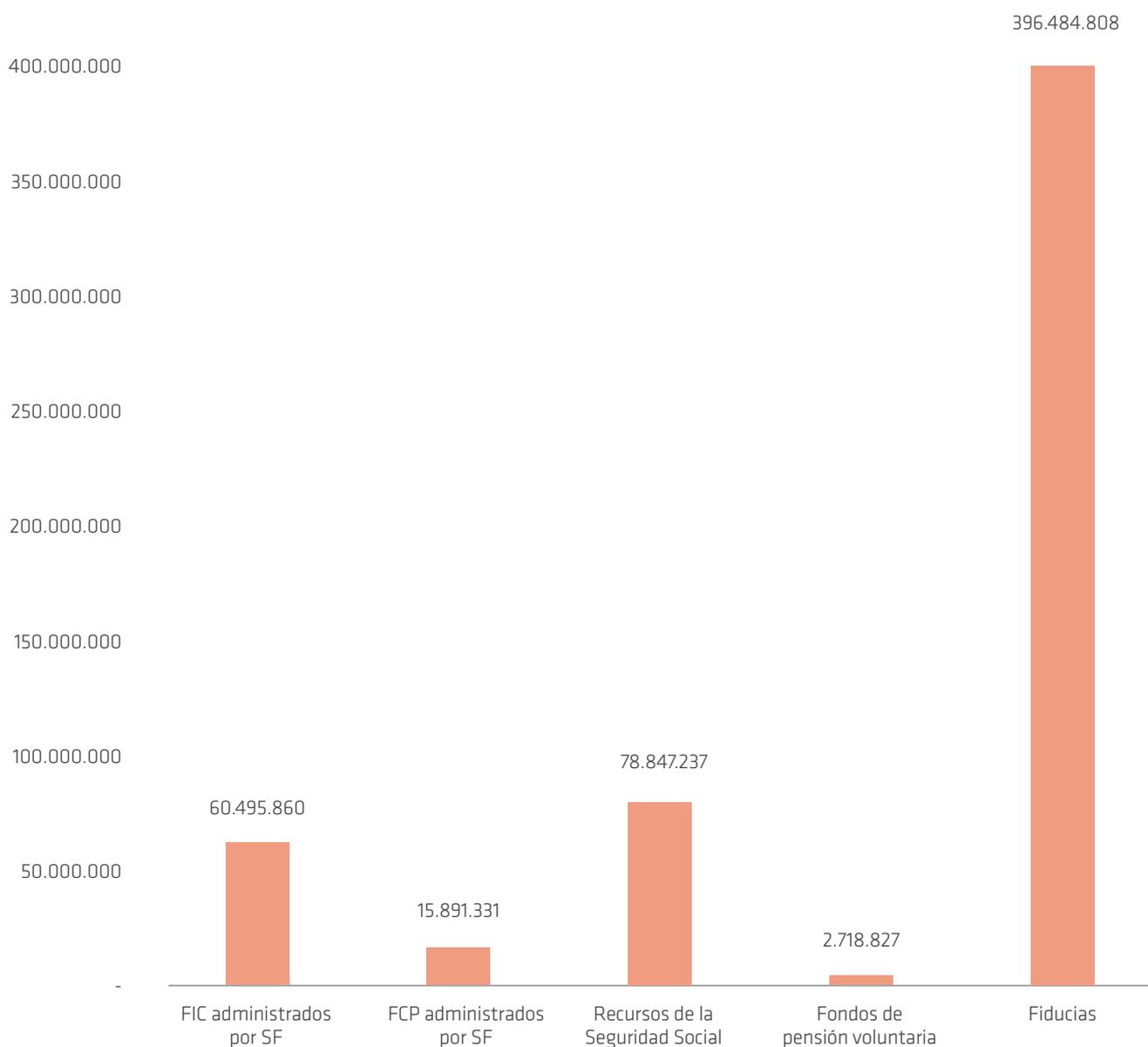
Negocios fiduciarios

Actualmente existen 27 sociedades fiduciarias activas que cuentan con activos administrados de terceros por un monto superior a los \$554 billones de pesos, explicados principalmente en negocios fiduciarios (fiducias de gestión, de inversión, inmobiliarias y de garan-

tía), administración de recursos de la seguridad social, asociados a obligaciones en materia pensional y de salud y una parte pequeña del negocio de fondos de pensiones voluntarias (Gráfico 44). Gráfico 44. Activos administrados por las sociedades fiduciarias

GRÁFICO 44.

Millones de Pesos - Abril 2019



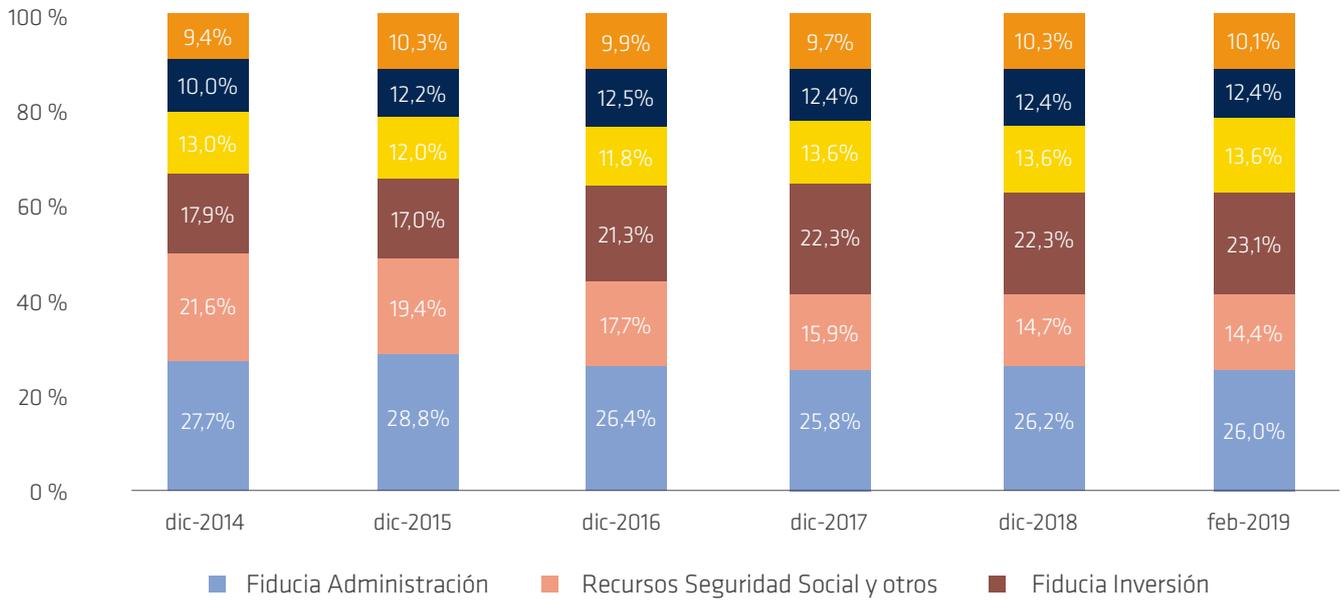
Fuente: SFC

En relación con los diferentes tipos de fiducia - administración, garantía, inversión e inmobiliaria - y con los otros negocios fiduciarios, se observa que la participación de los negocios asociados a los recursos de seguridad social ha venido disminuyendo su participación en el monto total y han venido ganando importancia temas como las fiducias de inversión e inmobiliarias.

En el Gráfico 45 se observa que el agregado de fiducia de inversión, fondos de pensiones voluntarias, FIC y FCP y fiducia inmobiliaria representan cerca del 49,5% del total de activos administrados por las sociedades fiduciarias, lo cual es superior a los 270 billones de pesos.

GRÁFICO 45.

Participación de los negocios de las sociedades fiduciarias



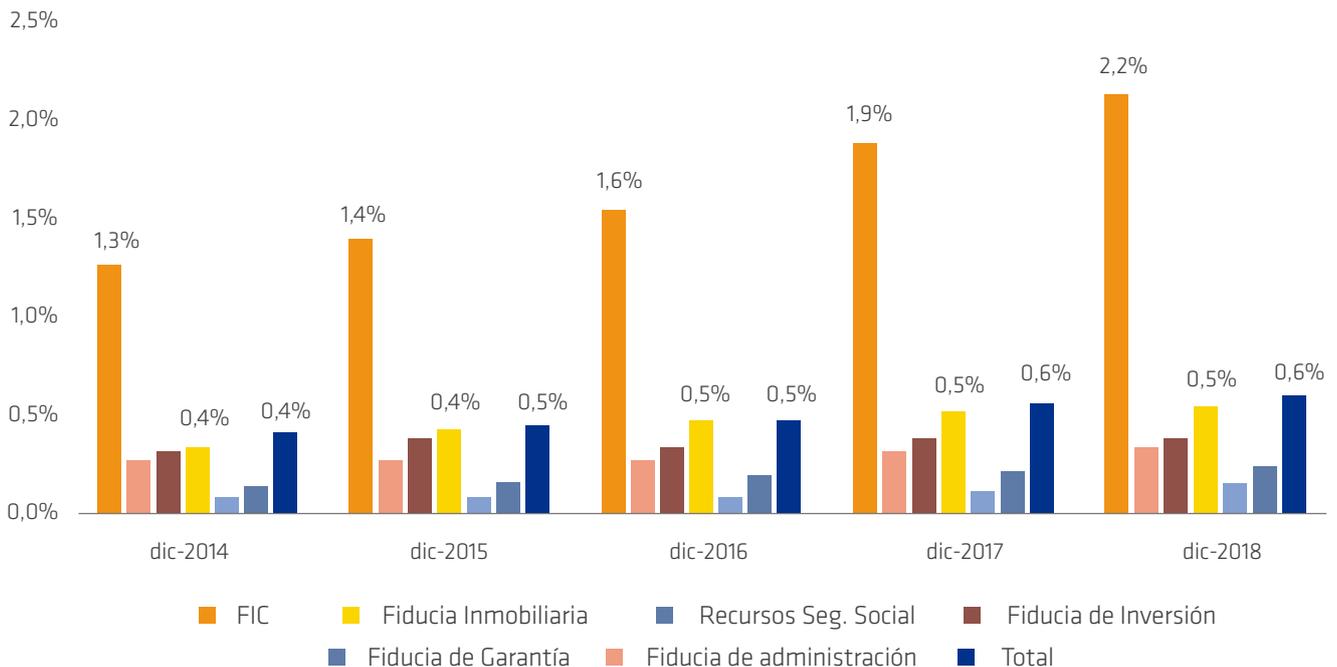
Fuente: Asofiduciarias - Febrero de 2019. (Fiducia de inversión incluye activos administrados bajo custodia)

Ahora bien, en cuanto a la relación de los ingresos recibidos por comisión y los activos administrados, las sociedades fiduciarias tienen diferencias importantes entre las diferentes líneas de negocio que ofrecen, destacándose de manera particular los ingresos

de los fondos de inversión colectiva y fondos de capital privado y la fiducia inmobiliaria. Para el año 2018, los ingresos por comisiones fueron el 0,6% del total de los activos administrados (Gráfico 46).

GRÁFICO 46.

Ingresos por comisiones sobre activos administrados por tipo de negocio de las Sociedades Fiduciarias



Fuente: Asofiduciarias

Las sociedades fiduciarias cuentan con la capacidad legal de adelantar una serie de actividades relacionadas con la gestión de negocios, transacciones y operaciones por cuenta de terceros; en esta medida pueden desarrollar actividades tales como: fiducias, pensiones voluntarias, fondos de inversión colectiva, fondos de capital privado y administración de recursos de la seguridad social.

Las sociedades fiduciarias cuentan con un portafolio de inversiones cercano a los trescientos once billones de pesos, distribuido como se muestra en el **Gráfico 47**.

GRÁFICO 47.

Inversiones de las sociedades fiduciarias por negocio Millones de pesos – Abril 2019

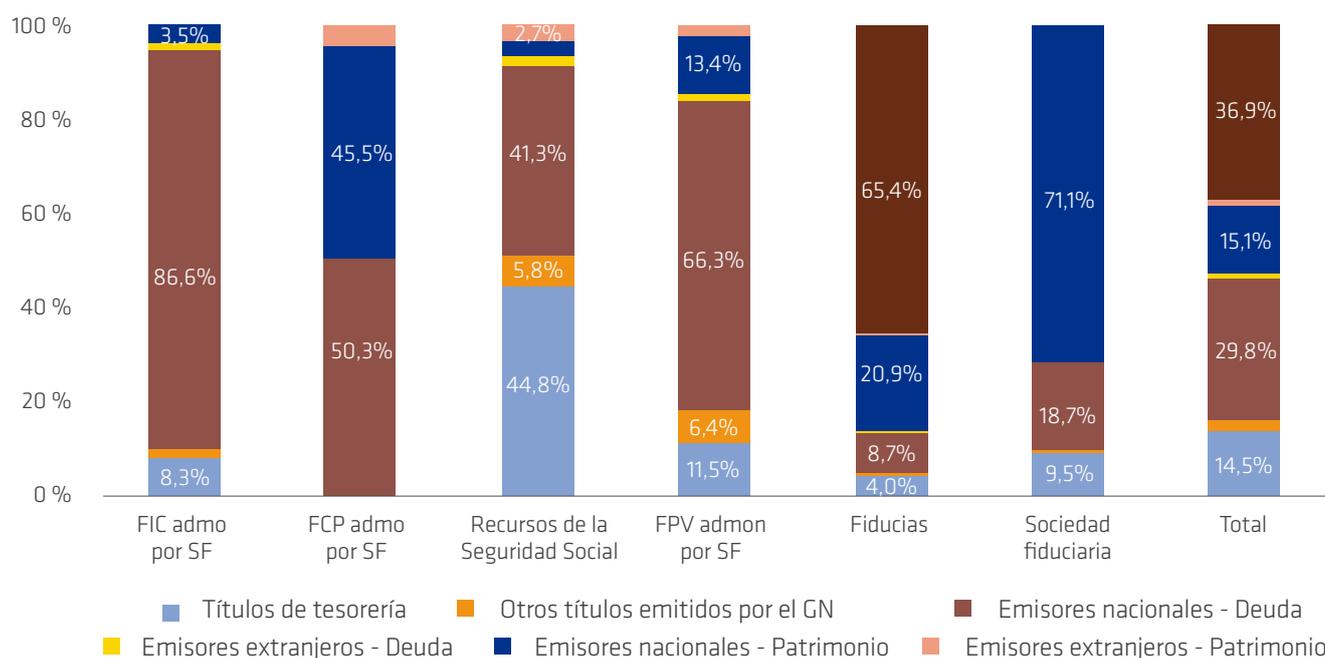


Fuente: SFC

La desagregación de las inversiones de cada uno de los negocios de las Sociedades Fiduciarias se muestra en el **Gráfico 48**, de la cual se destaca la variabilidad de la composición del portafolio de inversiones en tipo de activos y en la participación de ellos, siendo de los más representativos y persistentes, la participación en títulos de deuda de emisores nacionales.

GRÁFICO 48.

Por tipo de instrumento en el portafolio de inversiones de los negocios de las sociedades fiduciarias – Abril 2019



Fuente: SFC

Sociedades Comisionistas de Bolsa

Del lado de la oferta, las sociedades comisionistas de bolsa actúan en el mercado de capitales a través de la administración de: i) portafolios de terceros (APT), ii) fondos de inversión colectiva y, iii) fondos de capital privado. En la actualidad exis-

ten 25 comisionistas activas que a final de 2018 tenían recursos bajo administración en las tres modalidades anteriormente enumeradas por \$26 billones²⁷ con el 82.3%, 1.6% y 6.2%, respectivamente (**Gráfico 49**).

GRÁFICO 49.

Evolución de AUM de las SCB por producto Billones de Pesos



Fuente: Asobolsa

De otro lado, revisando la composición de la industria de comisionistas, resulta fundamental destacar que en la última década ha tenido una transformación significativa ya que la participación en los activos por parte de las SCB independientes pasaron de 15% al 9% en el período 2010-2016²⁸ mientras que los de las comisionistas bancarizadas o asociadas holdings de inversión pasaron de 22% a 25% y de 62% a 66%, respectivamente. Lo anterior se refuerza al examinar el número de SCB independientes que en 2010 alcanzaban 13 entidades, mientras que para 2018 eran 5²⁹.

El portafolio de inversiones de las sociedades comisionistas de bolsa a cierre de 2018, ascendía a \$2.4 billones, de los cua-

les: i) más del 95% está asignado a instrumentos de emisores nacionales, ii) aproximadamente la mitad están invertidos en títulos representativos de deuda, alrededor del 30% en títulos representativos del patrimonio y el restante en títulos de deuda pública.

De otro lado, la composición agregada de los fondos de inversión colectiva administrados por las SCB, que suman \$18.3 billones (86% de sus activos bajo administración) a diciembre de 2018, es: i) más del 90% está invertido en instrumentos de emisores nacionales, ii) aproximadamente el 55% está invertido en títulos representativos de deuda, el 35% en títulos representativos del patrimonio y menos del 10% en títulos de deuda pública.

La composición de las inversiones del portafolio de la posición propia y de los APT no es información pública y al momento de la construcción del presente documento, no ha sido posible acceder a datos que permitan hacer la diferenciación.

Como intermediarios de valores, las Sociedades Comisionistas de Bolsa desempeñan un rol activo que se refleja en los volúmenes de operación que se resume en la **Tabla 13**, en donde se observa que la participación en el mercado de renta fija es el más alto.

27. Las cifras en el caso de APT corresponden a las reportadas por siete de las comisionistas afiliadas a Asobolsa.

28. Sociedades Comisionistas de Bolsa: Estructura de mercado y costos. ANIF para ASOBOLSA. 2017.

29. Datos SFC y Asobolsa.

TABLA 13.

Evolución volumen transado por mercado y por tipo de entidad en el mercado de renta fija Billones de Pesos

Panel a) Evolución volumen transado por mercado

MERCADO	2016	2017	2018
Renta fija	\$ 935	\$ 919	\$ 981
Divisas	\$ 515	\$ 485	\$ 575
Derivados	\$ 133	\$ 132	\$ 150
Renta variable	\$ 42	\$ 41	\$ 44
Total	\$ 1,625	\$ 1,577	\$ 1,750

Panel b) Volumen transado por tipo de entidad en el mercado de renta fija Acumulado 2018

INDUSTRIA	PRIMARIO	SECUNDARIO
BANCOS	10.2	409.3
FIDUCIARIA	31.1	85.0
SCB	12.7	266.8
OTROS	17.4	180.4
TOTAL	\$ 71	\$ 942

Fuente: Asobolsa

Retail

A través del mercado de capitales, las personas naturales demandan principalmente los siguientes productos: i) ahorro en los portafolios de pensiones (obligatorios y voluntarios) y cesantías en su totalidad por \$265.4 billones, ii) inversión en fondos de inversión colectiva por \$17.1 billones, iii)

participación en fondos de capital privado por 0.25 billones, iv) inversión mediante APT administrados por las SCB y, por último, v) fiducias de inversión.

Las cifras de participación en cada uno de estos vehículos no están disponibles; no

obstante, de manera superficial la participación es representativa en los portafolios de las AFP (100%) y en los FIC en donde la participación de las personas naturales es de casi 23% de los activos totales de los vehículos.

2.3 EMISORES DE VALORES

La Nación tiene dentro de sus facultades adelantar operaciones de crédito público, buscando contar con recursos para su funcionamiento e inversión. Estas operaciones consisten en la contratación de empréstitos, la emisión, suscripción y colocación de bonos y títulos valores, los créditos de proveedores y el otorgamiento de

garantías para obligaciones de pago a cargo de las entidades estatales, entre otras.

A junio de 2019, el Gobierno Nacional Central tiene una deuda total de \$495.9 billones de pesos, lo que representa cerca del 47.6% del PIB del país. Esta deuda total se desagrega en títulos emitidos en el mercado de capitales y la contratación de créditos con multilaterales (Tabla 14):

↘ TABLA 14.

Deuda total Gobierno Nacional Central Millones de Pesos a junio de 2019

INSTRUMENTO	DEUDA (EN PESOS)	DEUDA (EN DÓLARES)	PARTICIPACIÓN
TES Corto y Largo Plazo	316.142.754	98.880	63,7%
Bonos Externos	94.921.177	29.689	19,1%
BID	24.976.289	7.812	5,0%
BIRF	29.978.931	9.377	6,0%
CAF	5.261.825	1.646	1,1%
Pagarés de tesorería	16.153.559	5.052	3,3%
Otros deuda interna (3)	381.839	119	0,1%
Otros deuda externa (3)	8.124.390	2.541	1,6%
Total deuda GNC	495.940.765	155.116	

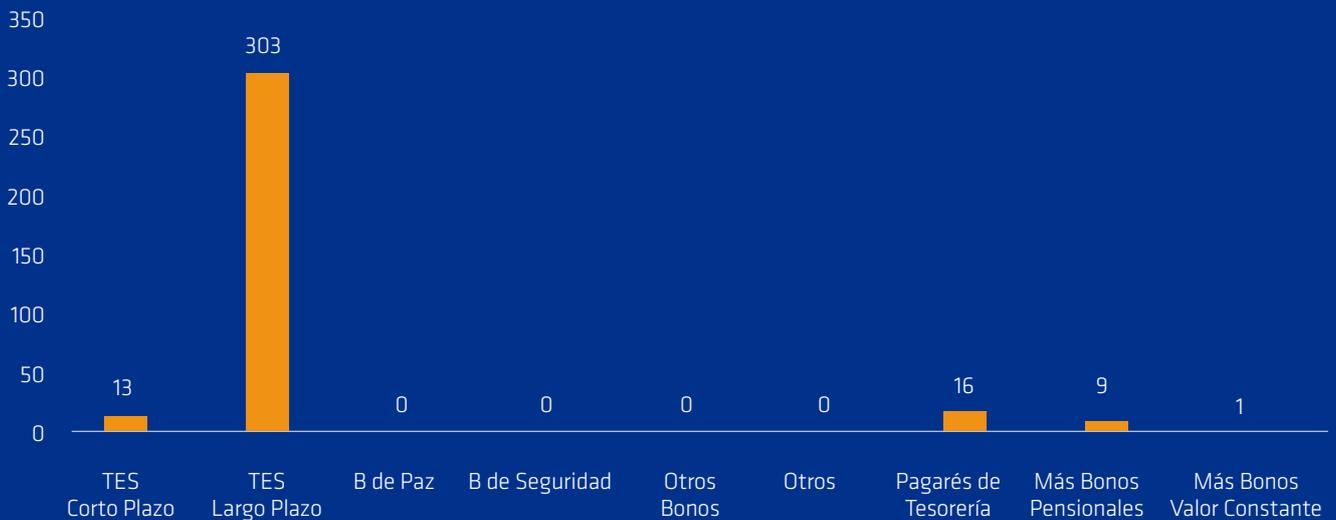
Fuente: Minhacienda – DGCPTN

La financiación por medio de la emisión de papeles, tanto en el mercado interno como en el externo, es la principal fuente de acceso a recursos por parte de la Nación.

El saldo de deuda interna bruta se compone de diferentes instrumentos financieros: TES de corto y largo plazo, bonos de paz, de seguridad, pensionales, de valor constante y otros bonos, así como pagarés de tesorería. En el Gráfico 50 se muestra el saldo a junio de 2009 de estos instrumentos.

GRÁFICO 50

Fuentes de fondo deuda interna GNC Billones de Pesos – Junio de 2019



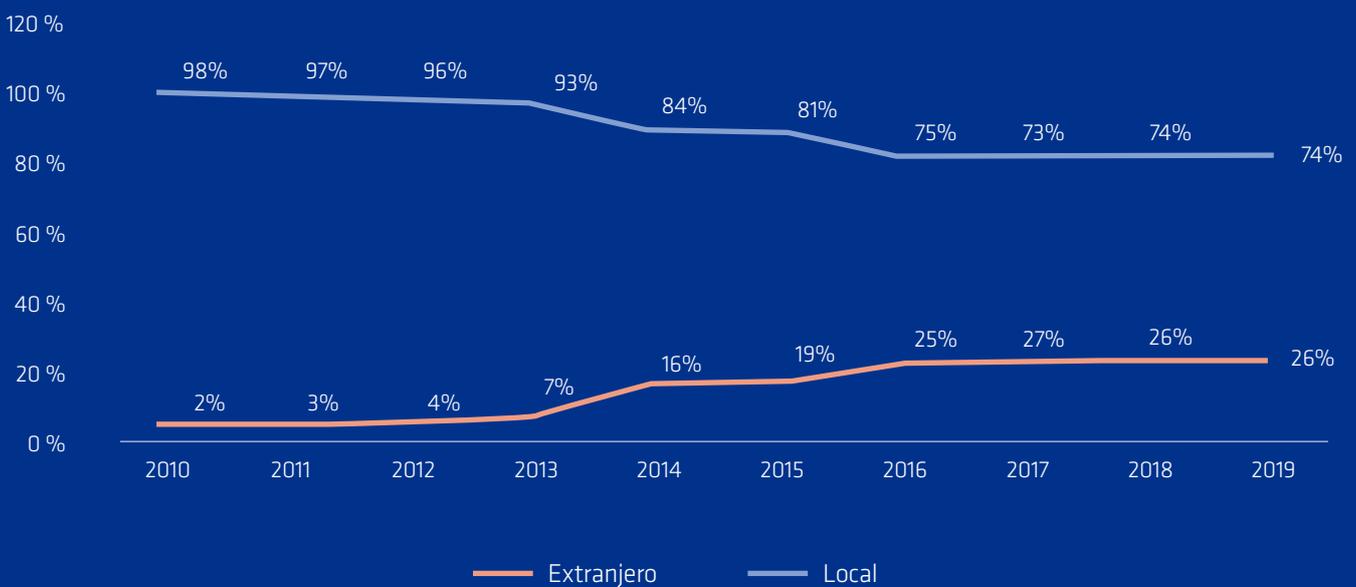
Fuente: Minhacienda – DGCPTN

Los TES son el principal producto de financiamiento interno de la Nación, y en el mercado de capitales se caracteriza por ser el instrumento que cuenta con mayor liquidez; de la misma manera, se

constituye como una referencia muy importante, entre otras cosas, como base para la valoración de títulos en el mercado de renta fija.

GRÁFICO 51.

Participación por tipo de inversionista en el saldo total de TES Billones de Pesos – Junio de 2019



Fuente: Minhacienda – DGCPTN

Por último, como se exhibe en el Gráfico 51 se debe señalar que los TES son adquiridos por

diferentes tipos de inversionistas, dentro de los cuales se destacan los inversionistas ex-

tranjeros, quienes han venido incrementando su participación en los últimos años.

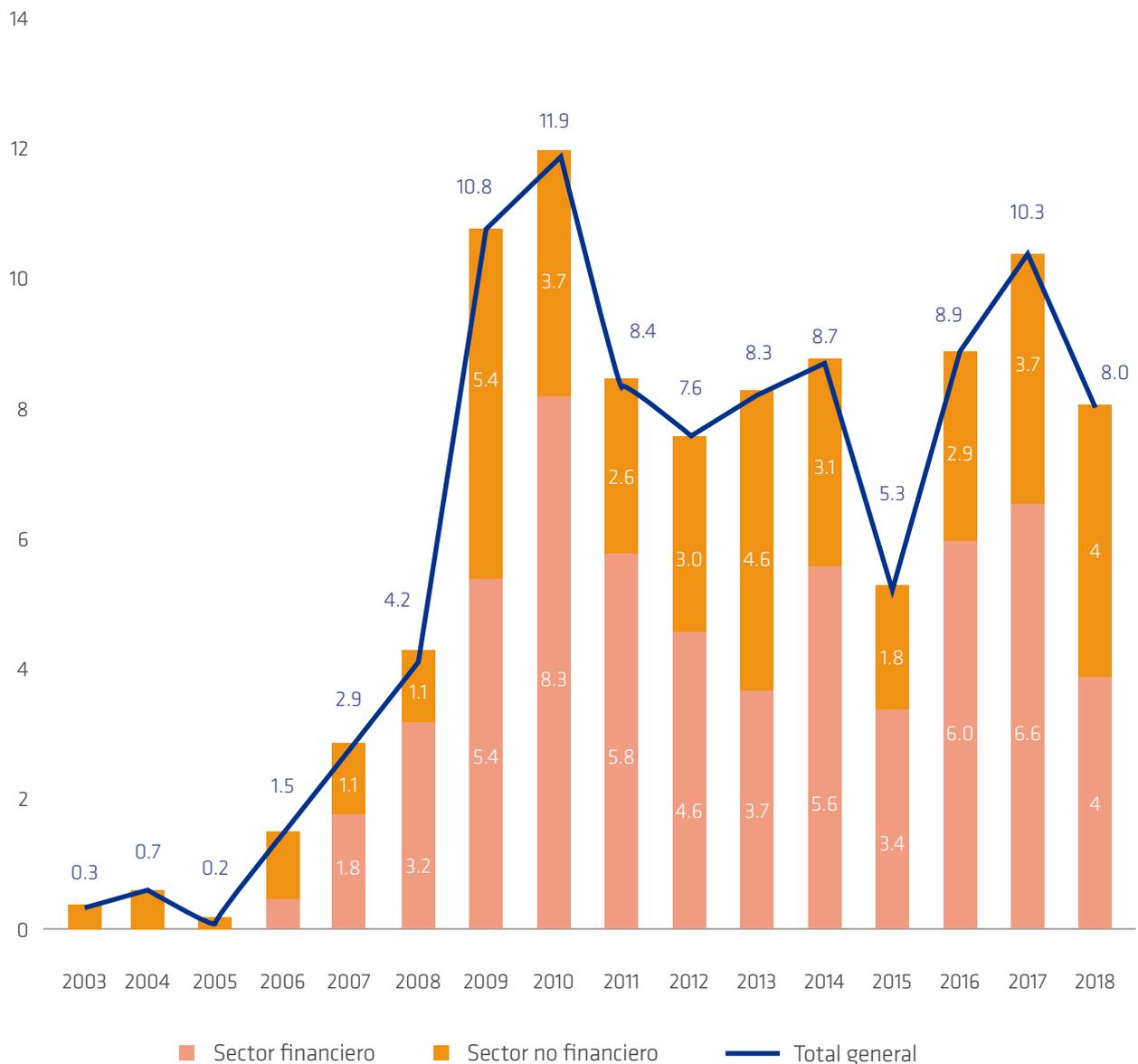
Sector real

Entendiendo el sector real como todos aquellos emisores del mercado de valores que no hacen parte de las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia, se puede diferenciar su participación en dos grandes categorías, a saber: i) instrumentos de deuda y, ii) valores participativos.

En la **Gráfico 52** se observa que, en la primera categoría, después de 2010, los montos colocados han caído significativamente, tanto en el sector financiero como en el no financiero, lo que se ha visto acompañado por la disminución en la participación de las entidades no vigiladas por la SFC en este mercado.

GRÁFICO 52.

Evolución emisiones títulos de deuda por sector Billones de Pesos



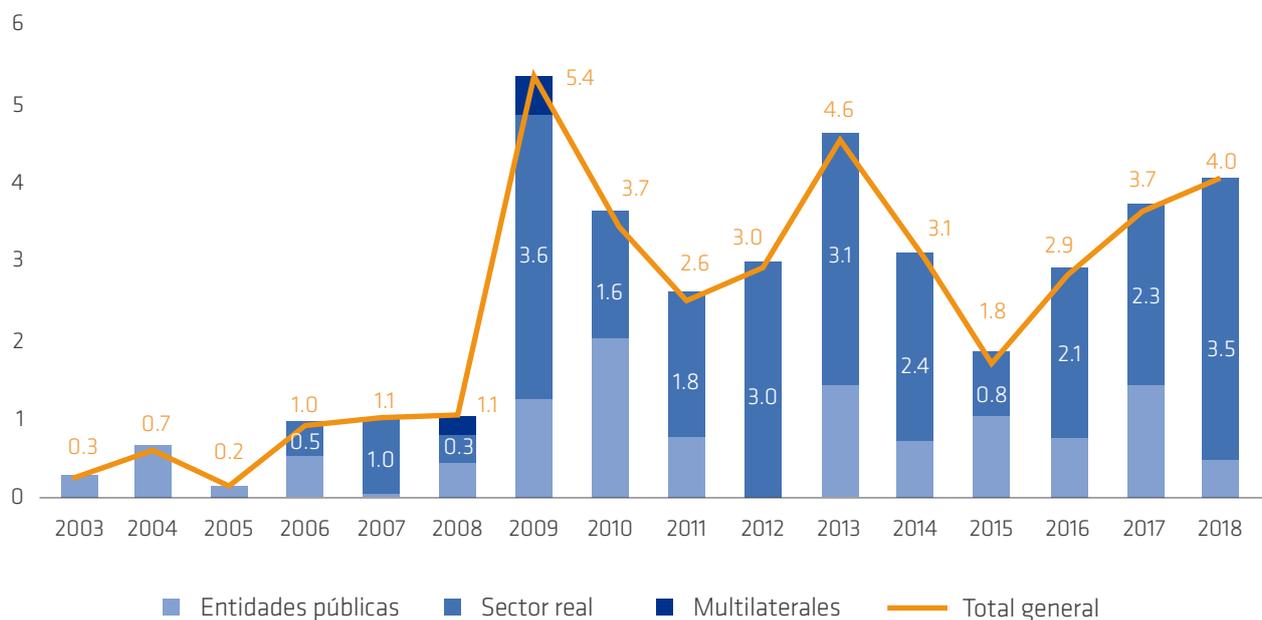
Fuente: SICOP SFC

Ahora bien, desagregando la información del sector no financiero (**Gráfico 53**), se identifica que el sector real (entidades no vigiladas por la SFC cuya propiedad accionaria es puramente privada) con pocas excepciones representan mayoritariamente los montos colocados en títulos de deuda respecto a las emisiones realizados

por las entidades públicas y las del sector financiero. Adicionalmente, se observa la tendencia de recuperación en la emisión por parte del sector real desde 2015 para los cuales la tasa de crecimiento anual compuesta hasta 2018 asciende a 45%.

GRÁFICO 53.

Evolución emisiones títulos de deuda por tipo de entidad Billones de Pesos

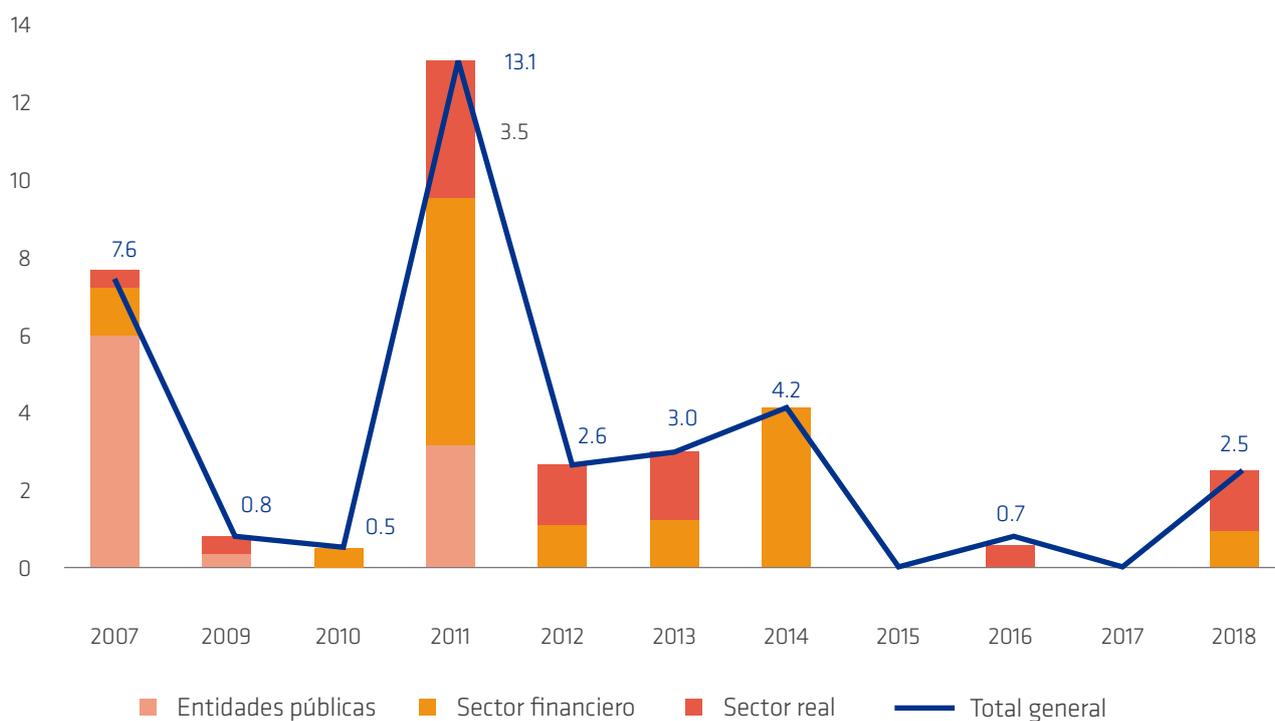


Fuente: SICOP SFC

En contraste con el contexto de las emisiones de títulos de deuda, en el [Gráfico 54](#) se evidencia que, i) el mercado de emisiones primarias de acciones ha sido significativamente menos activo en el último quinquenio.

GRÁFICO 54.

Evolución emisiones accionarias por sector Billones de Pesos



Fuente: SICOP SFC

Así, por ejemplo, mientras que el monto de emisiones de deuda en 2014 sumó \$8.7 billones, el monto emitido de acciones alcanzó \$4,2 billones y en 2015 no hubo ninguna emisión y, ii) la participación de las entidades del sector real que no cuentan con participación patrimonial del Estado ganó representatividad en el mercado de emisiones de acciones. Mientras que en el período 2010 y 2011 la participación del sector real no excedía el 30% del total de los montos colocados en acciones, en períodos como 2013, 2016 y 2018 este tipo de emisiones de acciones representaba más del 50% de los montos colocados en el mercado.

Tal como lo anota Fedesarrollo³⁰ el número de emisores y de emisiones del mercado de deuda corporativa colombiana es particularmente bajo y se ha venido reduciendo. Sin embargo, es relevante notar que en lo corrido de 2019 hasta cierre de agosto el monto emitido supera lo observado

en todo el 2018: un total de \$8.8 billones, de los cuales \$4.7 billones corresponden al sector real³¹.

La cantidad de emisiones disminuyó de 43 en el 2006 a 29 en el 2018, mientras que el número de emisores pasó de 31 a 21 en el mismo lapso: en el estudio se compara si el mercado que naturalmente sería la competencia en la proveeduría de recursos al sector real, es decir, el crédito bancario, concede mejores condiciones económicas que los bonos, encontrando que la diferencia promedio entre las tasas de interés de los bonos y del crédito preferencial entre el 2006 y el 2019 fue de -150 puntos básicos; es decir que en promedio las tasas de interés de los bonos son más bajas que las de los créditos bancarios.

La reducción de las emisiones y emisores del sector real tiene varias aristas, aunque una relevante radica en el reducido potencial de compañías aptas para salir al mercado de valores.

En efecto, según McKinsey (2018) para 2017 Colombia solo contaba con cerca de 97 compañías con ingresos mayores a \$10 millones de dólares, en contraste con Brasil (658) y México (189) en el vecindario, y bastante lejos de los países asiáticos como Malasia (777) y Tailandia (670).

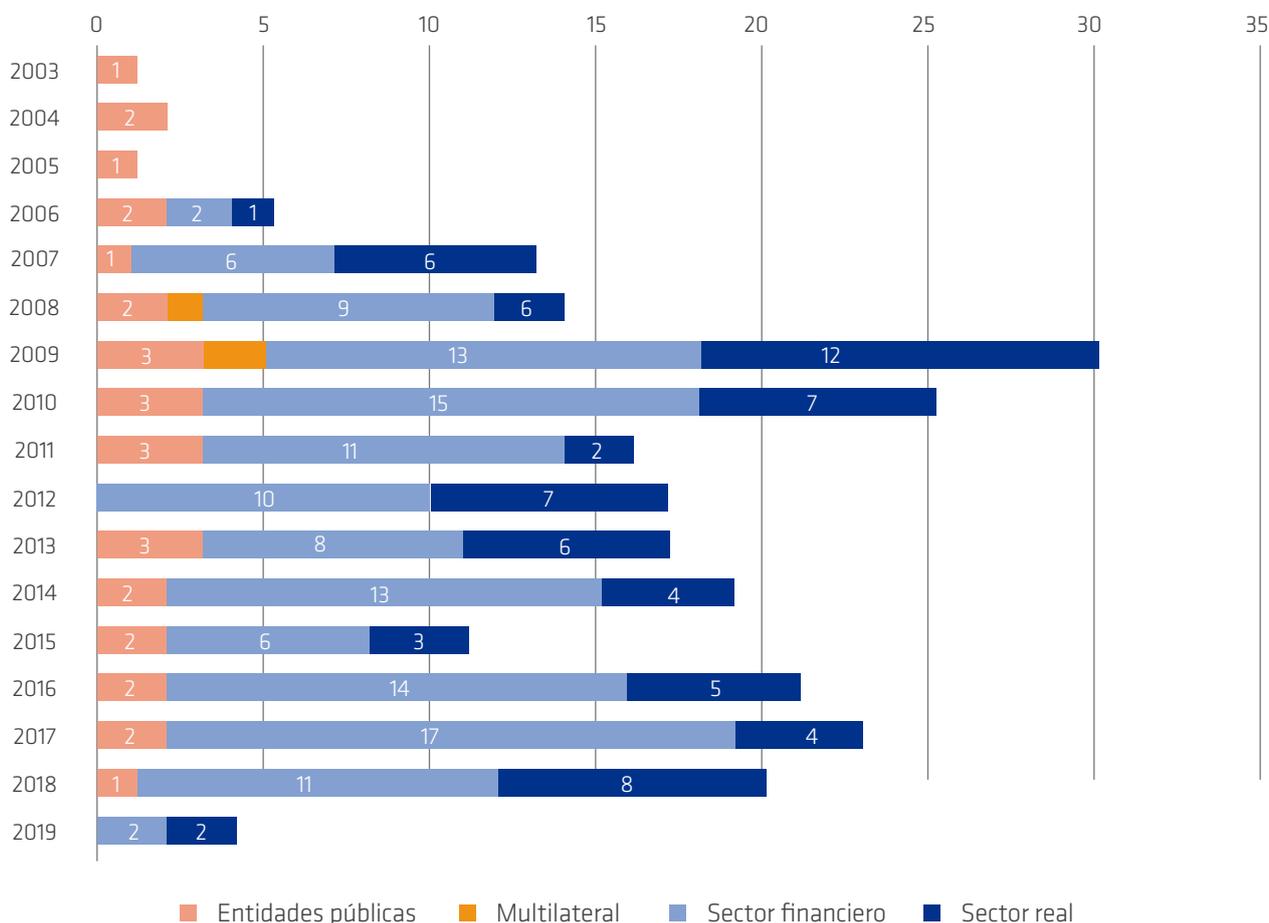
Sector financiero

Al igual que el sector real, el sector financiero participa en el mercado de capitales desde la oferta a través de emisión de deuda e instrumentos de capital. En la primera categoría y tomando como referencia el período comprendido entre 2006 y 2018, el sector financiero ha tenido una participación más activa en número de emisores y emisiones que el sector real, como se muestra en los dos paneles del **Gráfico 55**.

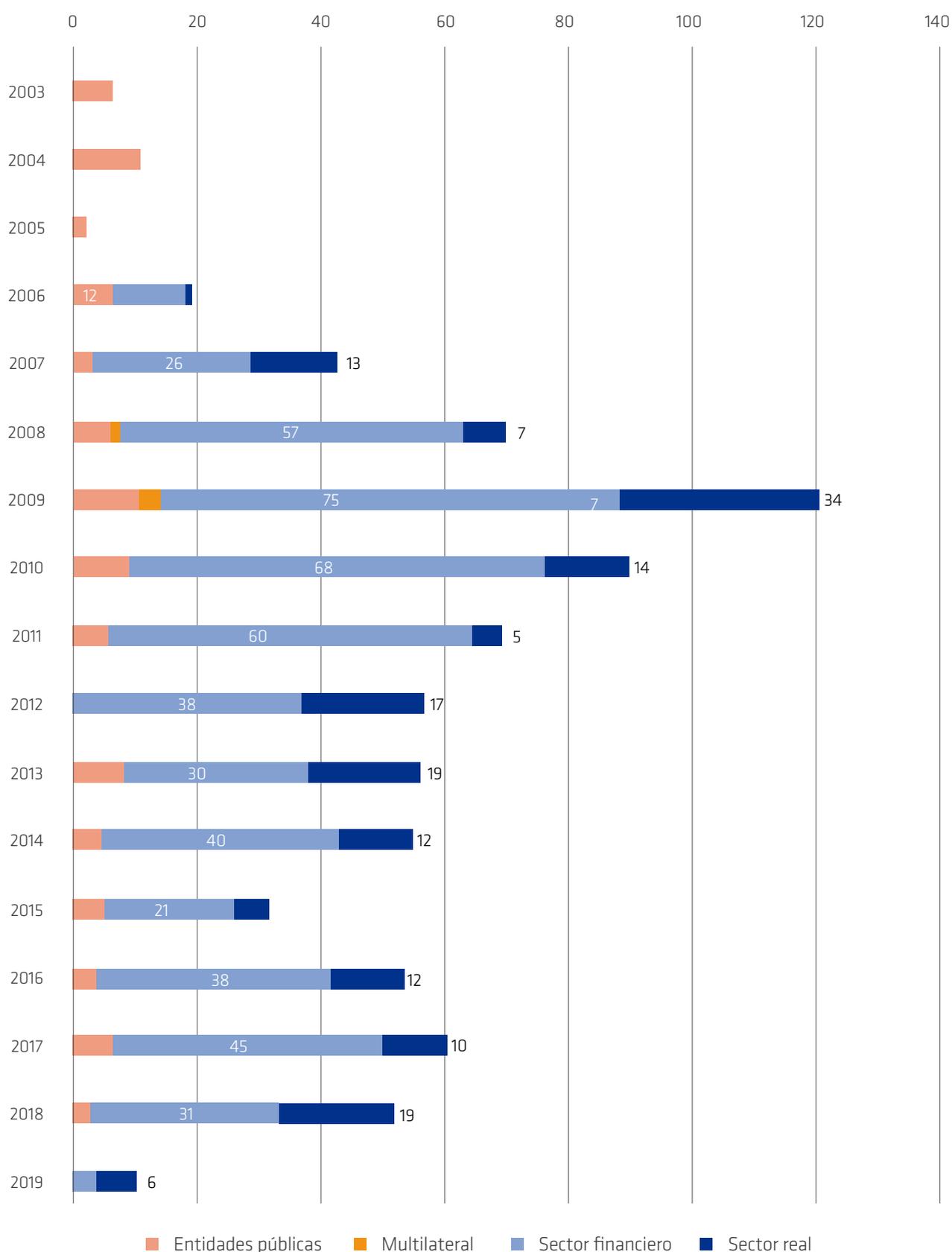
GRÁFICO 55.

Evolución volúmenes de compra del sector real

Panel a) Número de emisores



Panel b) Número de emisiones³²



30. (Salamanca & et al., 2019).

31. El saldo emitido en instrumentos de renta fija al corte de agosto de 2019, según información de la BCV, es de \$8.823 billones. Véase https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Resultados_Emisiones?action=dummy.

32. Se tiene en cuenta serie colocada como emisión independiente.

Fuente: SICOP SFC

Sin embargo, respecto a los montos colocados en el mercado, solo en 2011 y 2014 las entidades vigiladas por la SFC fueron más representativas comparadas con las del sector real, en el primer caso con \$5.8 frente \$2.6 billones y en el segundo con \$4.2 billones cuando no hubo emisiones por parte del sector real.

Adicionalmente, sobre las emisiones de deuda, se destaca que en el período comprendido entre 2007 y 2018, el 83% ha estado concentrado en los bancos, mientras que el 6% en los grupos financieros y el 7% en las instituciones oficiales especiales como Bancóldex y Findeter.

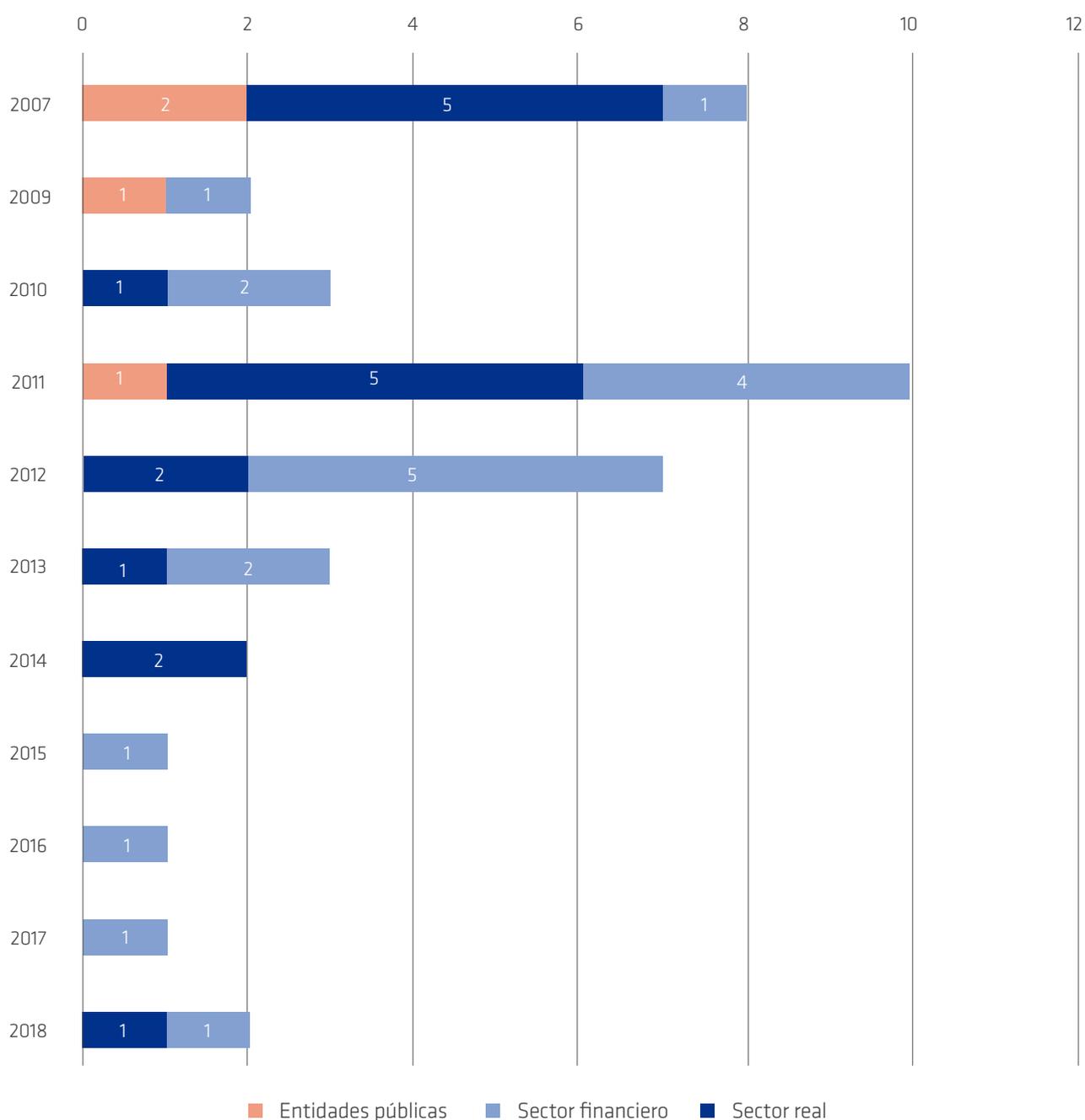
En el mercado de acciones y de manera muy similar al de deuda, las entidades vigiladas por la SFC cuentan con mayor participación tanto en número de emisiones y emisores (**Gráfico 56**) aunque, como se mencionó anteriormente, no sucede lo mismo con los montos de emisión para los cuales sólo en 2010 y 2014, el sector financiero tuvo representación mayoritaria con el 81% y 100%, respectivamente.

Por último, vale la pena destacar que estas emisiones corresponden únicamente a emisores pertenecientes a tres grandes grupos financieros y bancos, mientras que el resto de las entidades financieras no han participado aún como emisores de acciones.

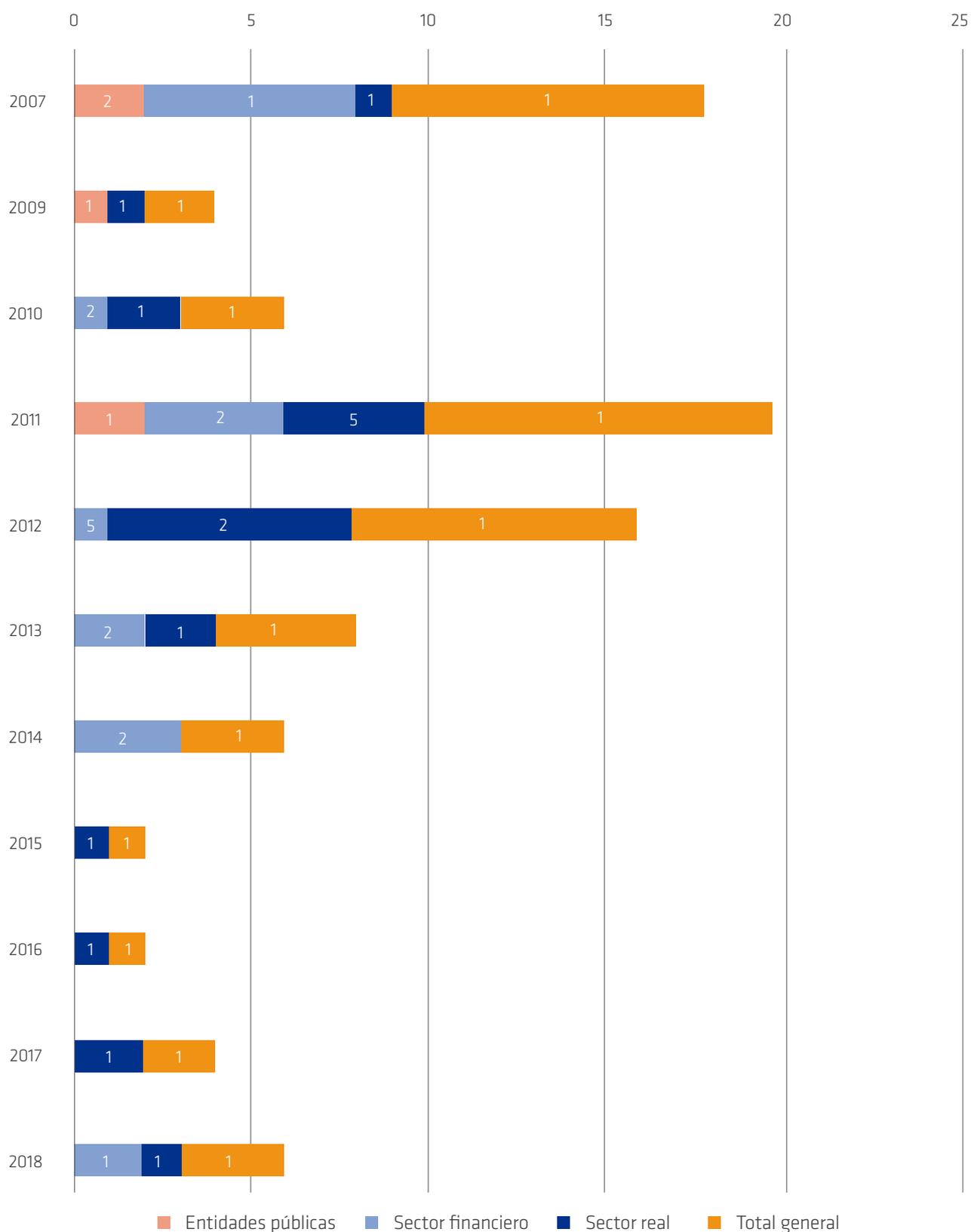
GRÁFICO 56.

Evolución número de emisores y emisiones de acciones por sector

Panel a) Número de emisores



Panel b) Número de emisiones



Fuente: SICOP SFC

No sobra anotar que las compañías de seguros generales y de vida pueden ser oferentes de papeles en el mercado de valores colombiano. Cuatro compañías se

encuentran con inscripción vigente, como emisor, dentro del Registro Nacional de Valores y Emisores - RNVE. Sin embargo, estas entidades no son muy activas en

la emisión de valores para el mercado. En los últimos diez años, no se han realizado emisiones de bonos o acciones de este tipo de entidades.

2.4 RELACIÓN ENTRE OFERENTES DE CAPITAL Y DEMANDANTES DE CAPITAL

La descripción de las secciones anteriores recoge la interacción entre los distintos agentes que participan del mercado de capitales. Estas relaciones se cuantifican en el **Gráfico 57** manteniendo una perspectiva amplia de la definición de oferta y demanda de instrumentos de

inversión (por ejemplo, los fondos de pensiones actúan naturalmente del lado de la demanda de capital, pero también se entienden como participantes del lado de la oferta de instrumentos de ahorro de largo plazo, cuyos demandantes son las personas naturales).

GRÁFICO 57.

Relación entre agentes del mercado de capitales: montos de capital transferido



Fuente: URF

2.5 INFRAESTRUCTURA DEL MERCADO DE VALORES

Bolsas

Hasta 2001 existieron tres plazas bursátiles de carácter regional en el país³³ con muy disímiles capacidades, número de miembros y volúmenes de negociación, época en la cual luego de un largo proceso de negociación convergió en su integración mediante una fusión de la cual surgió una nueva entidad que pasó a denominarse Bolsa de Valores de Colombia S.A. – BVC con la meta inicial de centralizar las operaciones, el fortalecimiento de los sistemas de negociación y la concentración de la liquidez en un solo mercado.

La BVC, en su origen, conservó la estructura de propiedad de carácter mutal en virtud de la cual sólo podían ser sus accionistas, en idéntica proporción, las sociedades comisionistas admitidas como miembros.

Con la Ley 964 al tiempo que se permitió a las bolsas de valores invertir en otro tipo de sociedades especializadas en actividades vinculadas a la provisión de infraestructura, se liberó a las sociedades comisionistas de la obligación mutal de participar en el capital de aquellas, lo que facilitó que las acciones de aquellas fueran listadas para negociación libre por cualquier inversionista.

Con todo, el proceso de desmutualización quedó a medio camino en la medida que la Ley 964 estableció que ninguna persona puede ser beneficiario real del 10% de las acciones en circulación de las bolsas de valores³⁴. Esa restricción, en sí misma, parece irrazonable en la medida que la dispersión de la propiedad accionaria puede tener como efecto indeseable que operadores internacionales especializados en el desarrollo de los mercados bursátiles se interesen por participar como inversionistas en Colombia³⁵.

Al tiempo mismo tiempo, esa restricción ha facilitado que la propiedad de los proveedores de infraestructura (incluido el grupo BVC) haya derivado en que su control sea detentado por agentes que no tienen incentivos adecuados para desarrollar en profundidad el mercado bursátil.

Con ocasión de esos cambios institucionales, la BVC lanzó en 2006 una plataforma de negociación electrónica para títulos de renta fija, y para 2007 se inicia la operación de la Cámara Central de Riesgo de Contraparte y del SET ICAP en las que la BVC es accionista, al tiempo que lista sus acciones en el mercado público de valores, siendo sus socios principales las sociedades comisionistas de bolsa más activas en su momento.

En 2008 y 2009 la entidad puso a disposición del público el mercado de derivados estandarizados, y la plataforma de negociación de acciones Xstream, respectivamente y también inicia operaciones la Cámara de Compensación de Divisas (inversión permanente de la BVC). Adicionalmente, con el fin de consolidarse como el grupo líder en infraestructura local, en 2013 lanza Infovalmer



como marca independiente de proceduría de precios para el mercado (en 2017 cambia de nombre a Precia) y en 2015 compra la mayoría accionaria de Sophos como proveedor de soluciones tecnológicas de diversas entidades del mercado.

Adicionalmente en 2011 la Bolsa de Valores de Colombia en conjunto con la Bolsa de Santiago y la Bolsa de Valores de Lima, así como de los depósitos DECEVAL (parte del Grupo BVC), DCV y CAVALI, cerraron

el proceso de negociación iniciado en 2009 y empieza operaciones el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA). Como resultado de este proceso y particularmente desde mediados de 2017 la inversión desde y hacia Colombia en el contexto MILA ha aumentado (Gráfico 58), aunque los montos operados son muy bajos relativo a los tamaños de las economías (las inversiones de Chile, Perú y México en el mercado colombiano no superan el 0.04% del PIB colombiano; las inversiones colombianas en

esos tres mercados no llegan al 0.01% del PIB colombiano).

33. Bolsa de Bogotá S.A., Bolsa de Occidente S.A. y Bolsa de Medellín S.A.

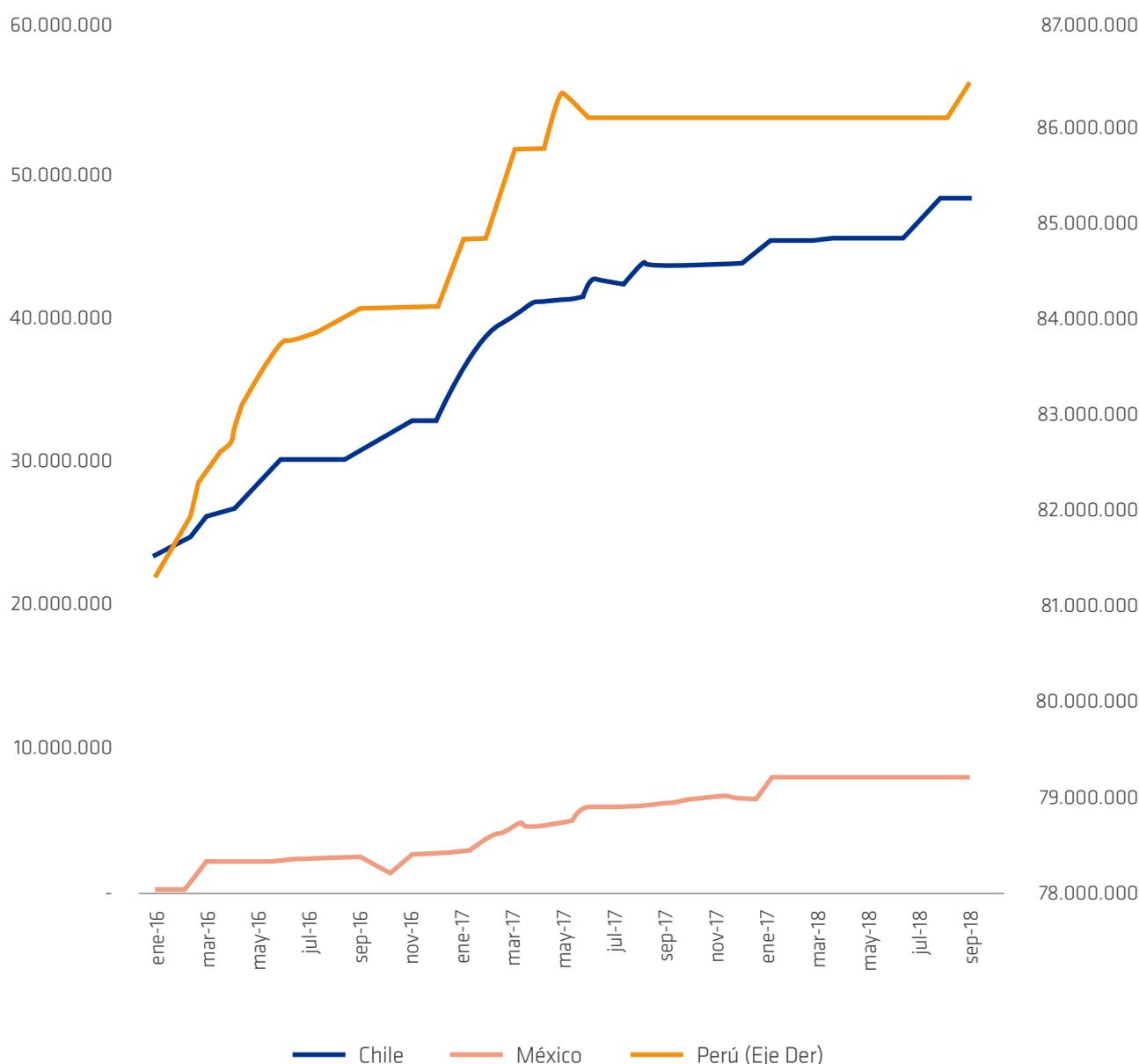
34. Véase Ley 964 de 2005, Artículo 71, Parágrafo 3°.

35. Idéntica limitación, como se puede apreciar en el parágrafo 3° del artículo 71 de la Ley 964 resulta aplicable a las demás bolsas de productos, bienes, derivados y commodities, y ha impedido que inversionistas del exterior especializados en esos mercados se interesen por Colombia, con el consecuente atraso en su desarrollo.

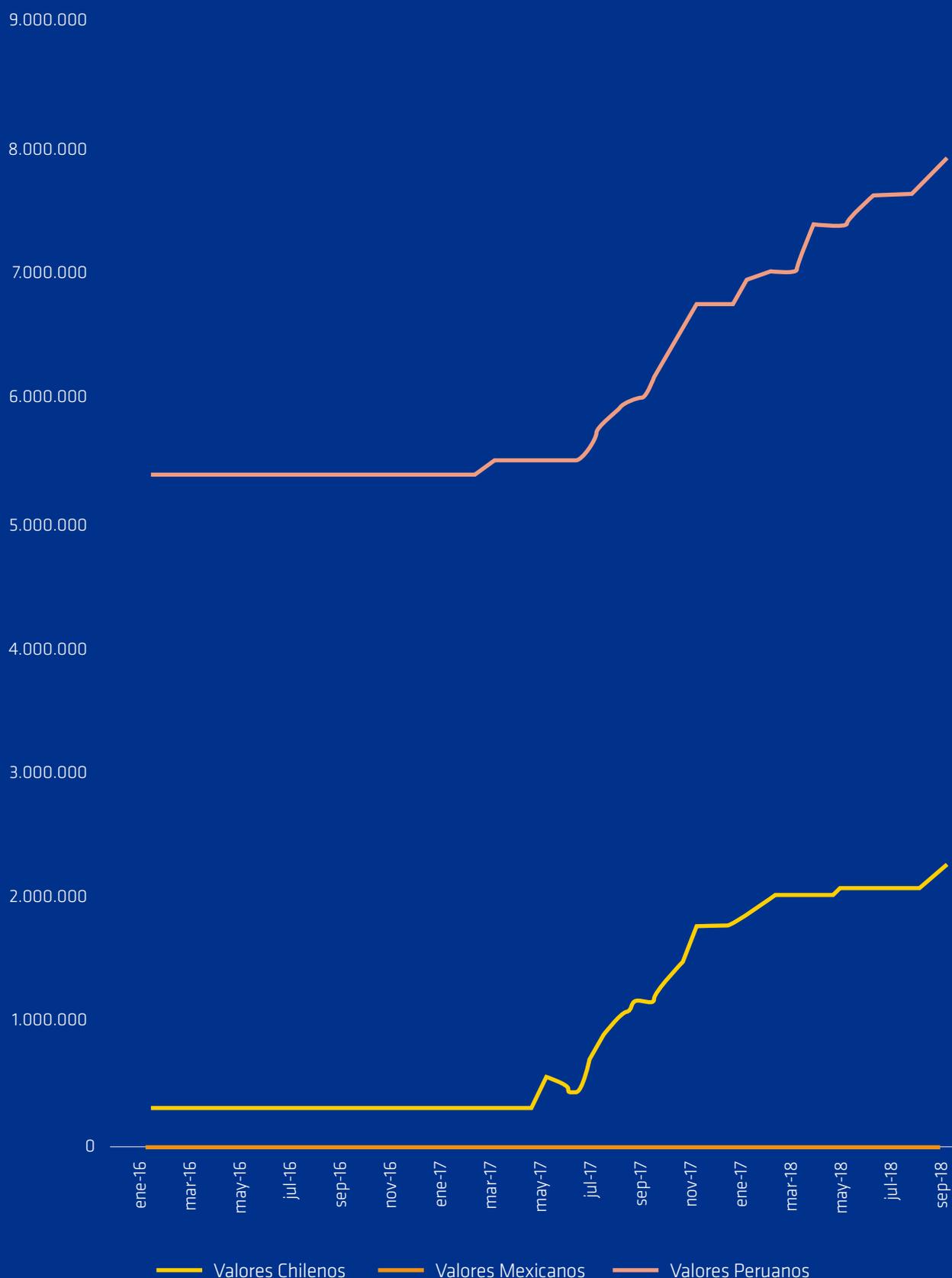
GRÁFICO 58.

Evolución actividad MILA - Colombia USD Dólares

Panel a) Inversión en Colombia



Panel b) Inversión desde Colombia



Fuente: Mercadomila.com

Actualmente y como se muestra en el **Gráfico 59**, la BVC es el principal operador de infraestructura en el mercado de capitales a tra-

vés de las compañías anteriormente mencionadas y su operación propia con servicios diversificados en el mercado de capitales.

GRÁFICO 59.

Servicios ofrecidos y composición Grupo BVC

BUSINESS MODEL

PRE - NEGOCIACIÓN

- Servicios a emisiones
- Emisiones

NEGOCIACIÓN

- Acciones
- Renta fija
- Derivados
- Divisas
- Otc

42.5 %

50 %

POST - NEGOCIACIÓN

- Liquidación
- Compensación
- Custodia
- Administración valores

100 %

47 %

31 %

SERVICIOS DE INFORMACIÓN

- Información
- Valoración de activos
- Herramientas para gestión de riesgos

100 %

TECNOLOGÍA E INNOVACIÓN

- Sistemas de negociación
- Acceso electrónicos
- Core bancario
- Tesorería
- Mercado de capitales

54 %

FRAS DE 2019

Fuente: BVC

El volumen de operación de los mercados de renta fija y renta variable de la BVC se exhiben en el **Gráfico 60**, donde se observa un estancamiento durante los últimos años.

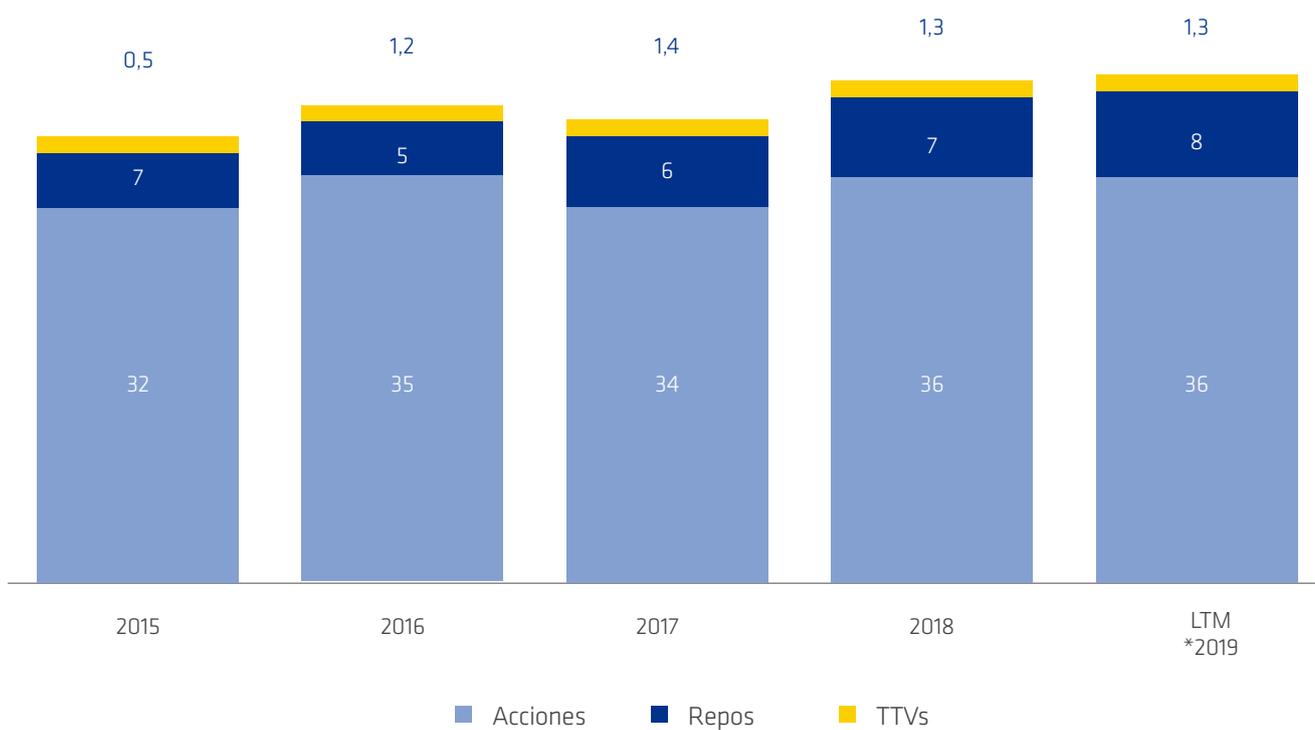
GRÁFICO 60.

Volúmenes de operación en la BVC por mercado Billones de pesos

Panel a) Renta Fija



Panel b) Renta Variable



Fuente: BVC

Depósitos

Deceval

El Depósito Centralizado de Valores inicia operaciones en 1994 y actualmente presta al mercado servicios de custodia, administración y otros servicios post negociación a los participantes del mercado de valores colombiano. En 2017 se integra con la Bolsa de Valores de Colombia, convirtiéndose en su principal filial.

En contraste con los volúmenes transaccionales de la bolsa como tal, los montos en custodia y administración de valores han tenido tasas de crecimiento anual compuesto entre de 2015 y 2019 de 8% y 5%, respectivamente (**Gráfico 61**).

GRÁFICO 61.

Volúmenes de operación de DECEVAL Billones de pesos



Fuente: BVC

Adicionalmente, se destaca que en custodia con cifras a junio de 2019 DECEVAL estima se tiene un valor cercano al 50% del PIB.³⁶

36. La estructura de tarifas de Deceval puede encontrarse en [https://www.deceval.com.co/portal/page/portal/Home/Instructivos_boletines/Instructivos/I-AC-SC-007%20INSTRUCTIVO%20TARIFAS%202019%20\(2\).pdf](https://www.deceval.com.co/portal/page/portal/Home/Instructivos_boletines/Instructivos/I-AC-SC-007%20INSTRUCTIVO%20TARIFAS%202019%20(2).pdf).

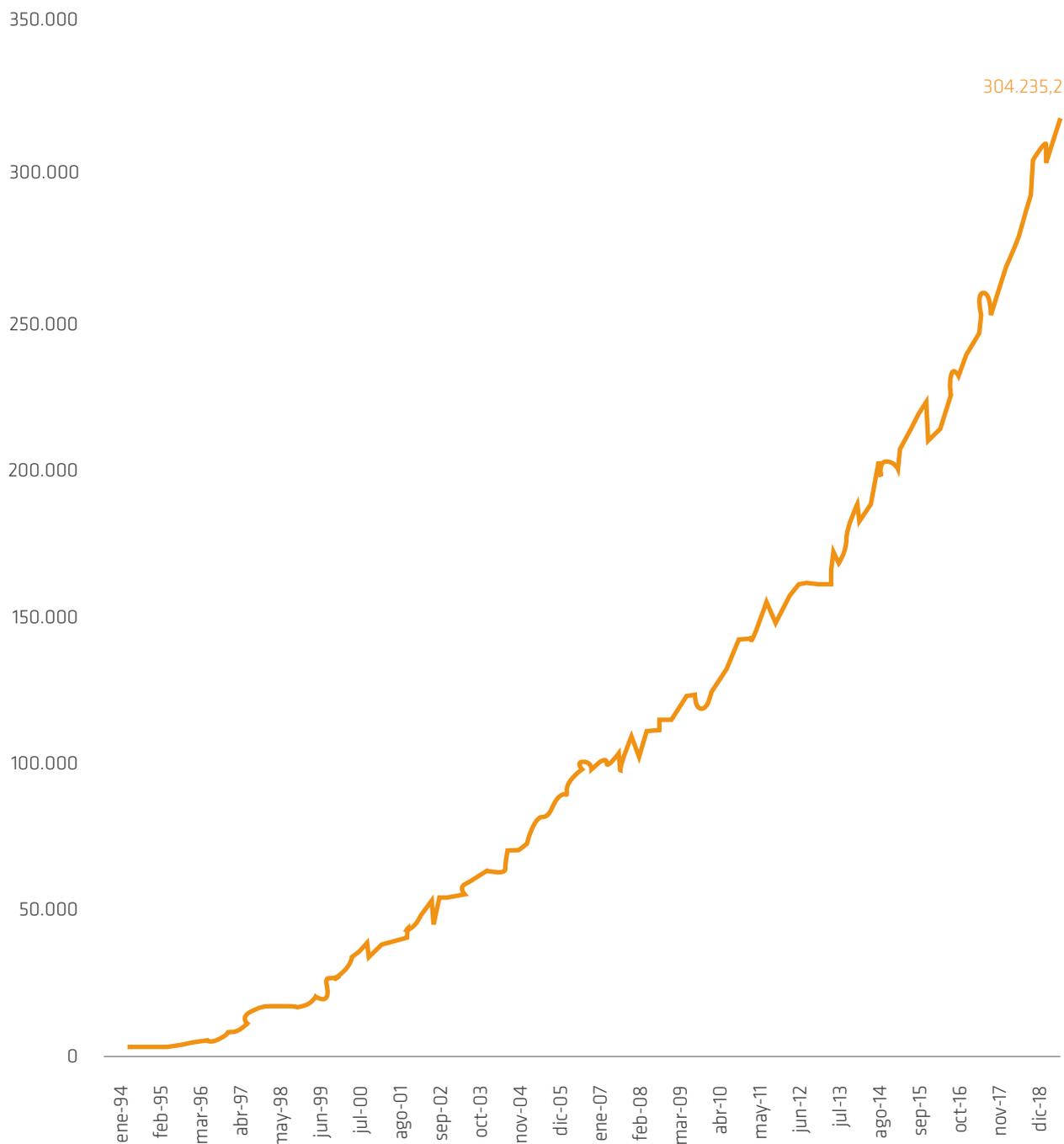
DCV

El Depósito Central de Valores del Banco de la República inicia operaciones en 1994 con el objeto de depositar y administrar los títulos que emita, garantice o administre el propio Banco y los valores que constituyan inversiones forzosas o sustitutivas a cargo de las entidades sometidas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia, distintos de acciones.

Los valores depositados en el DCV presentaron una tasa de crecimiento anual compuesto superior al 10% en la década 2008-2018 y a diciembre de este último el valor asciende a 304 Billones de pesos entre las 124 entidades vinculadas (**Gráfico 62**).

GRÁFICO 62.

Volumen de Depósitos DCV Miles de Millones de pesos



Fuente: BVC

Custodios

Con las disposiciones del Decreto 1243 de 2013 se crea la actividad de custodia de valores y se establece que las entidades que pueden desarrollar esta actividad son las sociedades fiduciarias. Actualmente cuatro de las 27 fiduciarias vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia custodian a febrero de 2019 activos por \$115.5 billones, lo que representa el 21% del AUM de la industria fiduciaria en Colombia.

La actividad de custodia puede entenderse como un elemento importante para el adecuado desarrollo del mercado, en la medida en

que robustece su dinámica. Específicamente, la custodia de valores profundiza la salvaguarda de activos, fortalece el cumplimiento y liquidación de operaciones y organiza la administración de derechos económicos.

Sistemas de transacción

El mercado de capitales colombiano cuenta con diversos sistemas de negociación que pueden clasificarse según su administrador de la siguiente forma.

1

Aquellos administrados por la Bolsa de Valores de Colombia

i.

Master Trader, mediante el cual se transan valores diferentes a deuda pública y privado;

ii.

X-Stream, el sistema que actualmente soporta la negociación de títulos de renta variable, acciones, derivados estandarizados. Uno de los proyectos más ambiciosos de la BVC en términos tecnológicos consiste en migrar los tres mercados a la plataforma Master Trader, reto que aún no ha podido ser superado debido a fallas operativas;

iii.

Las plataformas que dan cuenta de operaciones que no se llevan a cabo en los sistemas enumerados anteriormente o que se realizan a través de otros sistemas de negociación de valores (mercado mostrador) y deben registrarse a través de un sistema de registro y;

iii.

Aquella designada a las operaciones realizadas en el marco del MILA.

2

Los Sistemas de Cotización de Valores Extranjeros (SIC), mediante los cuales se transan valores extranjeros listados en dichos sistemas, por parte de toda clase de inversionistas y a través de una sociedad comisionista de bolsa vigilada por la SFC son administrados por la BVC.

3

El sistema administrado por el Banco de la República a través del cual se negocian principalmente valores de deuda pública (SEN).

Proveedores de precios

La proveeduría de precios profesional en los mercados financieros fue establecida por el Decreto 958 de 2010 como actividad del mercado de valores de acuerdo con las facultades otorgadas por la Ley 964 de 2005 y aplica para todos los activos que comprenden el mercado de capitales. Las entidades que ofrecen este servicio son entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia y a la fecha existen dos firmas operando en el mercado bajo esa licencia, una filial de la Bolsa de Valores de Colombia y otra como parte de un grupo internacional que presta la proveeduría de precios para varios países de la región.

La figura de proveeduría de precios es ampliamente usada en todos los países de la Alianza del Pacífico, pero no es una figura típica en mercados desarrollados, donde los cierres de los libros para instrumentos que no operan en bolsas son definidos internamente por las firmas siguiendo los principios del hombre prudente. La obligatoriedad en Colombia establece un mecanismo para evitar posibilidades de aprovechamiento de los agentes del mercado a situaciones de cierre que plausiblemente pueden recorrer un intervalo amplio de precios.

Sociedades Calificadoras de Valores

La calificación de valores es una actividad del mercado de valores que al igual que la proveeduría de precios sólo puede ser ejecutada por entidades vigiladas por la SFC con una licencia particular para tal fin. A diferencia de la actividad de proveeduría de precios o valoración como tal, el procedimiento de calificación recae solo sobre un listado de valores o sobre los emisores cuando proceda su registro en el Registro Nacional de Valores y Emisores y la autorización de su oferta pública.

Actualmente, el mercado colombiano cuenta con tres calificadoras de riesgo, una de origen nacional (Value and Risk), Fitch Ratings Colombia S. A y BRC Investor Services S. A, cuyas metodologías de calificación son avaladas por Fitch Ratings y Standard & Poor's, respectivamente.

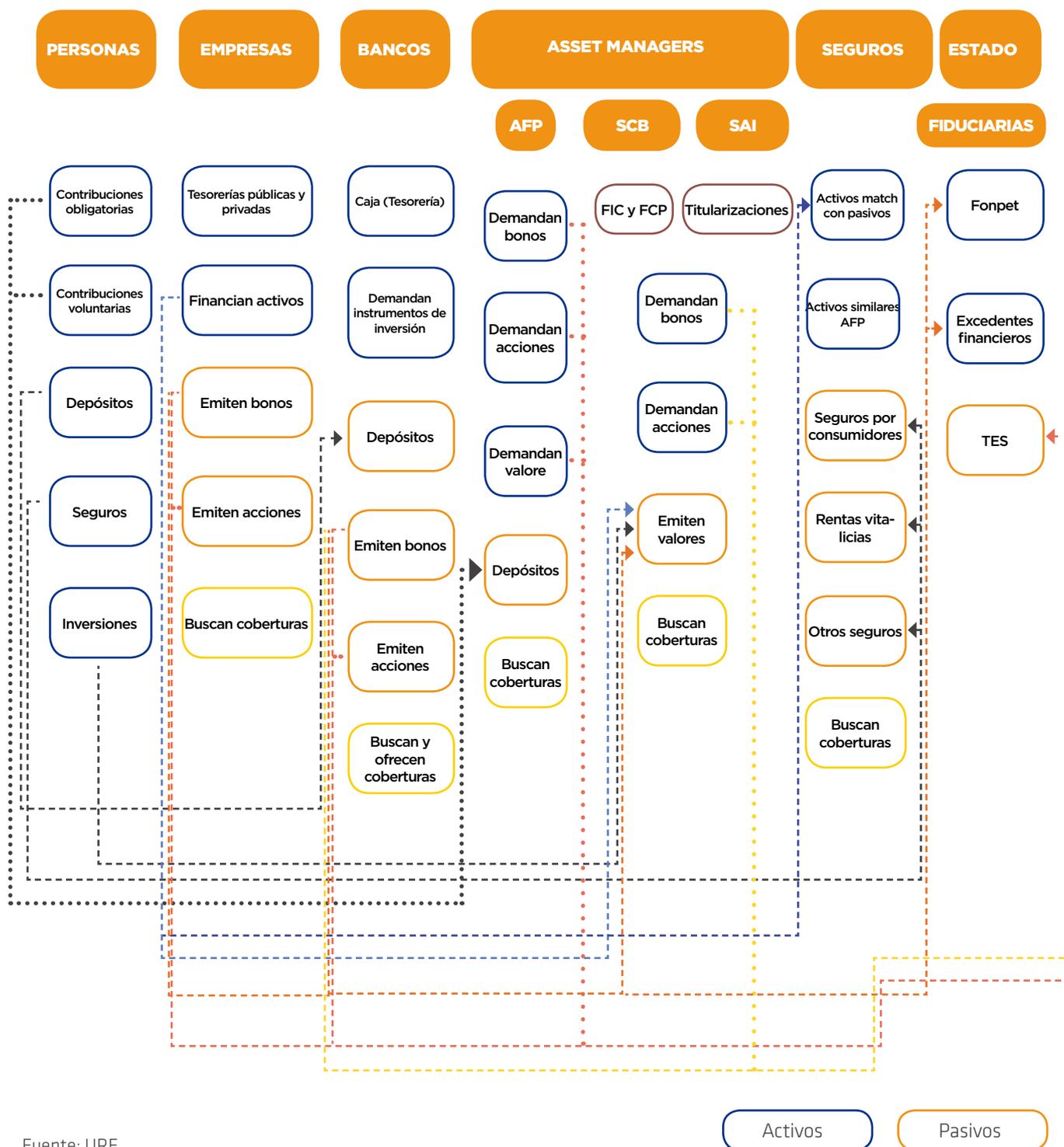
Cámara de riesgo central de contraparte

La CRCC en su objetivo de reducción de riesgo de cumplimiento de las operaciones en valores y derivados inicia operaciones en 2007 y hace parte de las inversiones de largo plazo de la Bolsa de Valores de Colombia, que comparte su propiedad accionaria con establecimientos

de crédito y Sociedades Comisionistas de Bolsa. Actualmente concentra su operación en cuatro grandes segmentos, a saber, renta fija, renta variable, TRM, y derivados financieros, dentro de los cuales se encuentran swaps, opciones y futuros (con o sin entregas).

GRÁFICO 63.

Volumen de Depósitos DCV



Fuente: URF

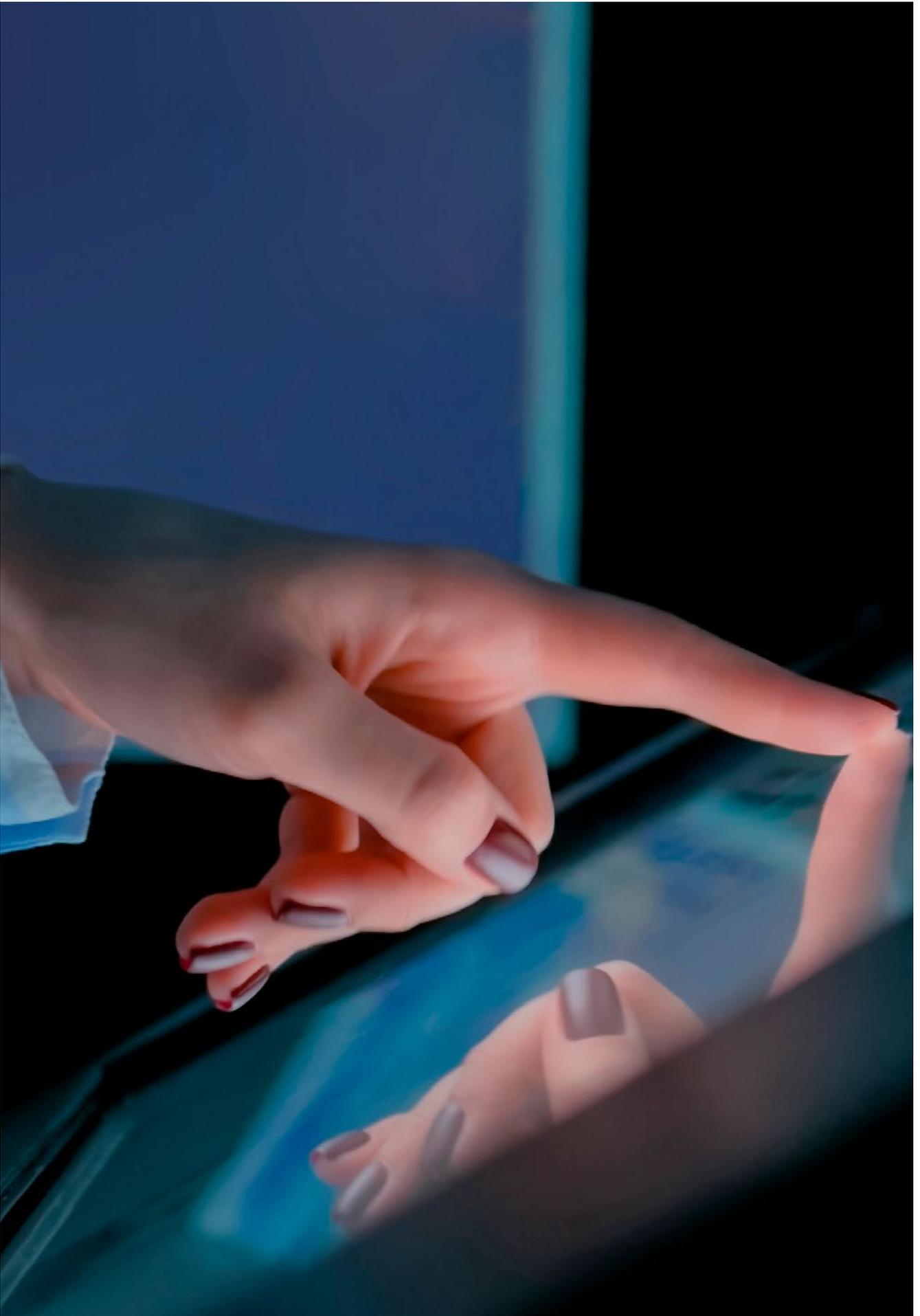
2.6. MAPA DEL MERCADO DE CAPITALES

Los canales de interacción entre los distintos agentes del mercado pueden ser simplificados y visualizados desde la óptica activa y pasiva. Unos agentes reciben capital de otros, creando relaciones de acreedores y deudores.

Los distintos vehículos mostrados en el Gráfico 63 exhiben los instrumentos por medio de los cuales se definen conductos para el movimiento de capitales.

El cuerpo de las recomendaciones planteadas por la Misión tomó como insumo esta estructura para analizar elementos conducentes a potencializar el desarrollo del mercado de capitales.





3



ENTORNO

Y



RECOMENDACIONES

MERCADO DE CAPITALES E

Intervención del Estado

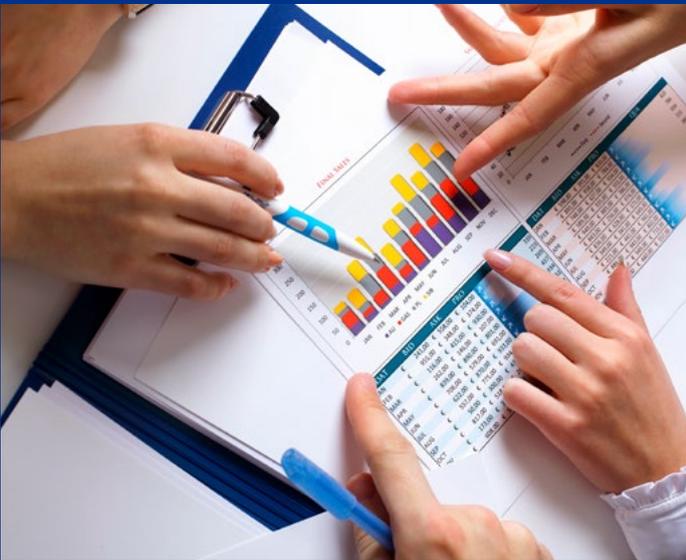
El mercado de capitales suele ser representado como un segmento del sistema financiero, junto con los mercados monetario y de divisas, al paso que su organización obedece a circunstancias que van desde la estructura la propiedad de las firmas hasta políticas económicas que lo determinan.

Desde una perspectiva funcional el mercado de capitales hace alusión al conjunto de actividades, canales e instrumentos que permiten la asignación y distribución, en el tiempo, de recursos y riesgos desde el ahorro hacia la inversión entre diversos agentes económicos.

En ese sentido cabe señalar que en el mercado de capitales coexisten dos canales a través de los cuales los agentes económicos ahorran, financian e invierten, el intermediado o bancario, y el desintermediado o de valores.

La literatura académica contemporánea, como ya lo reseñaba ampliamente la Misión de Estudios de 1996³⁷, no es concluyente sobre si la predominancia de una u otra estructura de mercado de capitales es mejor o más beneficiosa para la sociedad en su conjunto ni tampoco cuál es la organización más eficiente tratándose de la asignación, distribución y transformación del ahorro hacia la inversión.

37. Véase (Cárdenas & Et al., 1996).



38. Véase (Salamanca & et al., 2019).

Para el caso colombiano, como se sabe, el canal intermediado ha sido predominante. Esto puede obedecer, entre otros factores, a los fuertes vínculos económicos en la propiedad que comparte con el sector real, así como a la organización del sistema financiero, pese a las reformas económicas de la década de 1990 mediante las cuales se introdujeron diversos mecanismos orientados a fortalecer la demanda por instrumentos financieros transables en el mercado de valores.

En general baste mencionar que una y otra estructura, como lo muestra la evidencia empírica para diversas latitudes, tiene ventajas y defectos que no se pueden explicar ni replicar aisladamente.

La Comisión, en ese contexto, no se fijó como meta invertir la predominancia ac-

tual o reducir intencionalmente la importancia relativa del mercado intermediado.

La Comisión, por lo contrario, ha entendido que su mandato es formular recomendaciones orientadas al crecimiento del mercado desintermediado sin afectar el funcionamiento del canal bancario o, se insiste, invertir la predominancia en cuanto ello implicaría un conjunto de reformas económicas cuyo calado y alcance carecen de contrafactuales que permitan ponderar sus bondades para Colombia.

En ese sentido, la Comisión ha entendido que el objetivo primordial es propender por un mejor equilibrio entre canales que permita el crecimiento vigoroso del mercado de valores para que se transforme en alternativa complementaria y competitiva frente al intermediado para beneficio de todos los agentes económicos. Al

fin de cuentas, desde una perspectiva funcional, se trata de contar con un mercado de capitales profundo, líquido y desarrollado. Cabe señalar, de otro lado, que la predominancia en Colombia del canal intermediado no obedece per sé a la existencia de “subsídios regulatorios” que lo favorezcan como enseña el Estudio encargado por la Comisión³⁸, sino que tiene diversos orígenes que pueden explicarse, en parte, en cómo se ha entendido tradicionalmente el marco constitucional que define el papel del Estado, así como la forma en que este interviene en la economía en general y en el mercado de capitales en particular.

La intervención del Estado tiene múltiples facetas. En concepción más amplia no se limita a las funciones de regular las actividades vinculadas al mercado de capitales y de supervisar a los agentes que las desarrollan (trátase o no de personas de derecho privado), sino que también tiene lugar cuando sus órganos y entidades son participantes activos en el mercado bien sea como oferentes o como demandantes de activos financieros (dinero y valores).

En efecto, desde la oferta, el Estado es el emisor de deuda más potente del mercado y su conducta impacta transversalmente los demás indicadores de los mercados financieros. Así mismo, con ocasión de los programas de democratización de la propiedad en empresas estatales, es el mayor oferente de acciones listadas en bolsa. En ambos casos, los resultados obedecen a la implementación de algunas recomendaciones de la Misión de Estudios de 1996.

Y, desde la demanda, el Estado es el mayor ahorrador e inversionista institucional a través de ambos canales del mercado de capitales bien en forma de depósitos bancarios (a la vista y a término), o bien mediante la adquisición de instrumentos en los mercados organizados y el OTC, principalmente para el manejo e inversión de las reservas destinadas al cumplimiento de compromisos futuros vinculadas a la seguridad social.

El Estado, así mismo, ejerce control accionario sobre decenas de empresas, algunas de las cuales son entidades financieras, otros emisores de deuda o con acciones cotizadas en bolsa, pero todas visibles por su conducta en múltiples frentes como referentes por sus prácticas de transparencia y gobierno corporativo.

El Estado también es un inversionista relevante en el mercado de capitales a través del manejo de los excedentes de liquidez o de diversos fondos públicos gestionados directamente o a través de sus agentes (servidores y personas de derecho privado). Sin embargo, dichos sujetos deben hacerlo siguiendo reglas y controles diferentes a las aplicables en el sector privado cuando ejercen actividades relativas al manejo, aprovechamiento e inversión de recursos. Valga decir que, para la misma función económica, se presentan asimetrías que perjudican el desarrollo armónico del mercado en su conjunto.

El Estado, por último, tiene a su cargo responsabilidades encaminadas a la promoción y desarrollo del mercado de capitales dado que esas materias interesan a los propósitos de la política económica y a la estabilidad financiera. Si bien es deseable que unas y otras estén articuladas, las primeras deben ser abordadas bajo un plan estratégico explícito que permita comprender cómo se espera que la economía en su conjunto ahorre, financie e invierta para apalancar el crecimiento, la productividad y demás variables que impactan el bienestar general de la población, al paso que la segunda corresponde al plano de la supervisión y la disciplina de los agentes del mercado. Con otras palabras, aun cuando los objetivos no son opuestos, sí son diferentes.

En síntesis, como se presenta en adelante, un adecuado entendimiento del marco institucional es crítico al tiempo de reconocer qué ámbitos, dimensiones o facetas de la intervención del Estado en el mercado de

capitales han sido exploradas y cuáles tienen el potencial de ser abordadas en forma más comprensiva e integral para allanar los caminos que conduzcan a un mercado desarrollado, líquido y profundo, en beneficio de la sociedad.

La Comisión, en ese contexto, luego de analizar la situación actual del mercado de capitales, consideró necesario ocuparse de entender si el arreglo institucional y de competencias establecido en la Constitución ha sido desarrollado armónicamente en la ley, si la forma de intervención en el mercado de capitales vigente es la más apropiada para promover mejores estándares profesionales para el manejo del riesgo por agentes e inversionistas, así

como cuáles efectos o problemáticas ha suscitado y qué mejoras o reformas pueden plantearse, en el propósito de contar hacia adelante con un mercado de capitales eficiente, que contribuya, sustantivamente, al crecimiento de la economía y el bienestar general de la sociedad.

En esa dirección, en las siguientes secciones se tratarán, sucesivamente, el arreglo institucional y de competencias, el marco de intervención en las actividades del mercado de capitales previstos en la Constitución, así como los principales desarrollos legislativos del mercado de capitales, para luego señalar las oportunidades de mejora que surgen con el fin de ampliar las posibilidades para su desarrollo y crecimiento.





“

Asimetrías como la colección de **información** de los demandantes de capital pueden traer diferencias entre los dos **mercados.**”

SECCIÓN I

ARREGLO INSTITUCIONAL Y DE COMPETENCIAS

MARCO CONSTITUCIONAL

La Constitución Política de 1991 establece un marco preciso de competencias a cargo de las diferentes Ramas del Poder Público, de sus órganos autónomos e independientes³⁹, y organismos de control⁴⁰, cada cual con funciones separadas pero que deben colaborar armónicamente para la realización de sus fines.

Ese mandato de colaboración armónica no es ni puede ser observado como una declaración de buenas intenciones porque tiene un eje coordinador, a saber, la satisfacción de los fines esenciales del Estado. En esa dirección las funciones atribuidas a las ramas, órganos y organismos públicos deben ser articuladas en forma coherente a través de las leyes que desarrollen sus competencias a efectos de asegurar su convergencia con el bien común y la prosperidad general⁴¹.

La Constitución, de otro lado, al ocuparse del régimen económico y de la hacienda pública, garantiza la libertad económica, la iniciativa privada y la libre competencia dentro de los límites del bien común (art. 333), al tiempo de señalar que la dirección general de la economía estará a cargo del

39. Conforme al inciso segundo del artículo 113, además de las ramas del Poder Público y los órganos que las integran, "existen otros, autónomos e independientes, para el cumplimiento de las demás funciones del Estado", siendo el más relevante para efectos de este Informe el Banco de la República y su Junta Directiva en tanto cumple con la función de banca central en los términos del artículo 371 y siguientes.

40. Conforme al artículo 117, son "órganos de control" la Procuraduría General de la Nación y la Contraloría General de la República, estando a cargo de este último "la vigilancia de la gestión fiscal y el control de resultado de la administración" según el artículo 119.

41. "Artículo 2. Son fines esenciales del Estado: servir a la comunidad, promover la prosperidad general y garantizar la efectividad de los principios, derechos y deberes consagrados en la Constitución; facilitar la participación de todos en las decisiones que los afectan y en la vida económica, política, administrativa y cultural de la Nación; defender la independencia nacional, mantener la integridad territorial y asegurar la convivencia pacífica y la vigencia de un orden justo. (...)".

Estado y que intervendrá por mandato de la ley en todas las actividades con el propósito de extender progresivamente, entre otros, los beneficios del desarrollo para todos los habitantes de la república (art. 334).



42. "Artículo 150. Corresponde al Congreso hacer las leyes. Por medio de ellas ejerce las siguientes funciones: ...21. Expedir las leyes de intervención económica, previstas en el artículo 334, las cuales deberán precisar sus fines y alcances y los límites a la libertad económica. (...)"

43. Artículo 150. Corresponde al Congreso hacer las leyes. Por medio de ellas ejerce las siguientes funciones: ...19. Dictar las normas generales, y señalar en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno para los siguientes efectos: a) ...; b) ...; c) ...; d) Regular las actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquiera otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público; e)

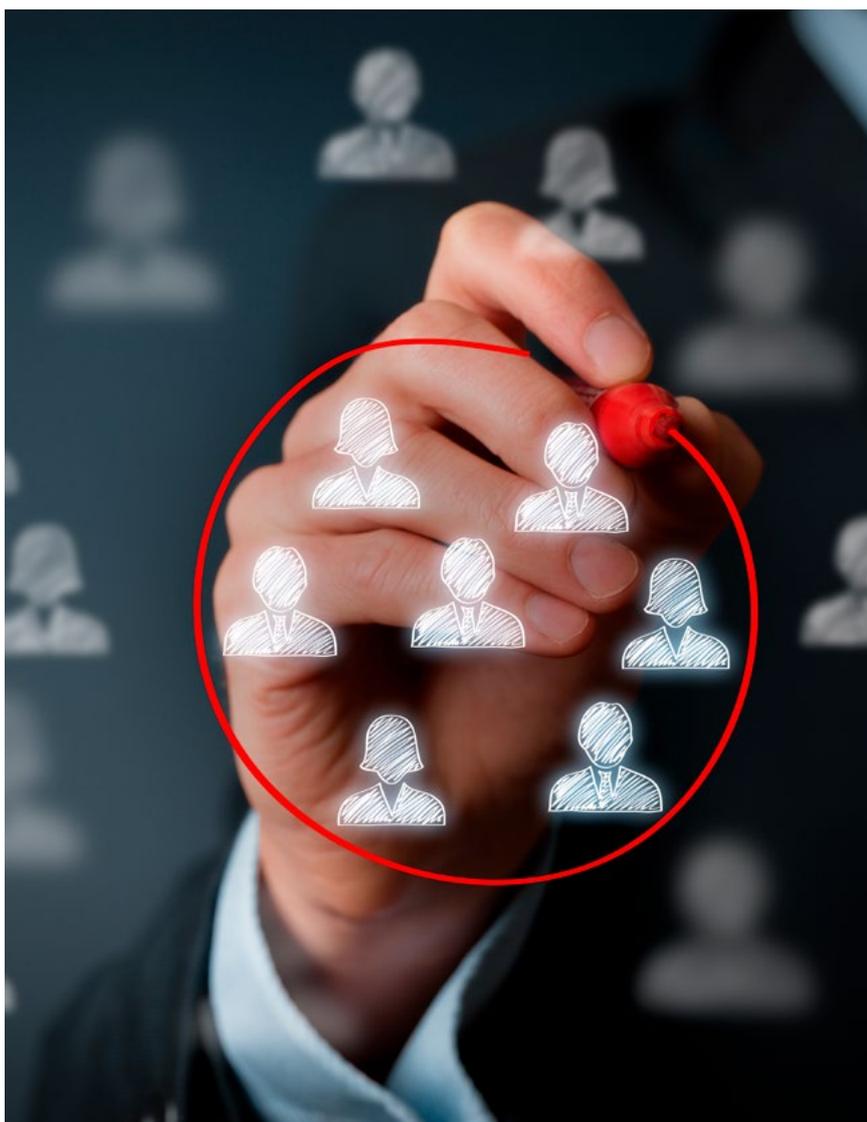
Desde la perspectiva de dirección general de la economía a cargo del Estado, la Constitución atribuye al Congreso de la República la competencia para expedir leyes de diferente contenido, alcance e intensidad, que comprenden tanto la estructura de la administración como las funciones separadas que cumplen las ramas, órganos y organismos públicos, hasta la forma de intervención propiamente dicha del Estado en la actividad económica.

En ese sentido cabe recordar que el Congreso expide i) leyes de intervención en la que debe señalar los fines, alcances y límites a la libertad económica⁴², y ii) normas generales (o leyes marco) a las cuales debe sujetarse el Gobierno para regular materias específicas⁴³.

El deber ser plasmado en esas premisas tiene honda repercusión sobre el papel a que están llamadas las diferentes autoridades que cumplen alguna función respecto del sistema financiero en general y del mercado de capitales en particular.

El arreglo institucional, en ese contexto, si bien plantea la existencia de órganos y organismos públicos que cumplen funciones separadas, también señala competencias concurrentes y convergentes asociadas a los objetivos misionales en, entre otras, las siguientes materias: i) la función administrativa y la estructura de la administración pública (art. 150-7), ii) la función de la banca central como autoridad en materia monetaria, cambiaria y crediticia (art. 150-22), iii) la función de control fiscal y de los órganos técnicos que la desarrollan en los órdenes nacional y territorial (art. 267), iv) la función de intervención, mediante regulación a cargo del Gobierno (art. 150-19), y v) la función de supervisión de las sociedades comerciales (art. 150-8), y de las personas que ejerzan las actividades del mercado de capitales (art. 189-24) atribuidas al Presidente de la República (art. 189-24) en su calidad de suprema autoridad administrativa⁴⁴.

44. Las funciones de supervisión (inspección, control y vigilancia) son de carácter eminentemente administrativo y se ejecutan por intermedio de entes de creación legal (superintendencias). En sentido constitucional estricto las superintendencias no constituyen Gobierno (vocablo que sólo se aplica a "el Presidente y el Ministro o Director de Departamento correspondientes, en cada negocio particular). Tampoco dichas entidades se erigen como "gobierno nacional" (expresión reservada para designar a "el Presidente de la República, los ministros del despacho y los directores de departamentos administrativos). Véase Constitución Política, artículo 115.



Ahora, el modelo de intervención del Estado también reviste singularidades que lo hacen especial en la medida que

A

ADOPTA un **enfoque funcional** del mercado de capitales en cuanto establece que el objeto de intervención son las actividades, y no las personas que la ejercen;

B

DISPONE que tales actividades son de *interés público y sólo pueden ser ejercidas previa autorización del Estado, conforme a la ley*; y

C

ESTABLECE que **ley regulará** la forma de intervención del Gobierno en estas materias, en referencia a las actividades y su autorización previa para ejercerlas.

Conforme a ese arreglo institucional, la intervención del Estado en el sistema financiero comprende funciones separadas pero distribuidas en competencias concurrentes y convergentes entre las ramas, órganos y organismos públicos.

La competencia concurrente resulta de las funciones de intervención que cumplen tanto la rama legislativa como la ejecutiva. En efecto, mientras al Congreso se le atribuye la competencia para *dictar normas generales y señalar en ellas objetivos y criterios para regular las actividades* del mercado de capitales, al Gobierno le corresponde diseñar y expedir la regulación concreta que debe ser aplicada en su ejercicio.

El interés público involucrado en el desarrollo de tales actividades pone en evidencia que la concurrencia de competencias entre el Congreso y el Gobierno⁴⁵ obedece a la necesidad de que la regulación sea diseñada bajo altos estándares técnicos e impuesta bajo una estrategia de ajuste exacto ("*fine tuning*"), la cual está alineada con el postulado de dirección general de que la economía está a cargo del Estado.

Esa misma lógica permea el arreglo institucional previsto en la Constitución para el

ejercicio de las funciones de banca central a cargo del Banco de la República y su junta directiva, en concurrencia con las atribuidas al Gobierno en la función de regulación de las actividades del mercado de capitales que, si bien son separadas, deben ser ejercidas bajo el principio de colaboración armónica.

La competencia convergente, de otro lado, resulta de la competencia atribuida a la rama ejecutiva en la que debe distinguirse cuando actúa como Gobierno que está reservada para el ejercicio de la función de *regulador de las actividades del mercado de capitales*, y cuando obra como autoridad administrativa relativa a la función supervisión del sistema financiero, que por revestir funciones separadas no deben confundirse⁴⁶.

En efecto, una es la competencia que la Constitución atribuye al ejecutivo en la condición de Gobierno para ejercer **la función de regular**, mediante decretos de intervención, las actividades del mercado de capitales y que por su naturaleza es indelegable, y otra la función administrativa de supervisar a las personas que las desarrollan delegada por ministerio de la ley en una entidad técnica encargada de garantizar la estabilidad del sistema financiero en su conjunto, así como salvaguardar la confianza del público en este, mediante capacidades de instrucción sobre cómo debe cumplirse, desde la perspectiva operativa y de riesgos, la regulación.

De otro lado, tratándose de una de las actividades del mercado de capitales relativa a la gestión, manejo e inversión, recursos o fondos públicos, también se predicen funciones separadas, pero con atributos de concurrencia y convergencia en la medida que intervienen las ramas legislativa y ejecutiva, así como los organismos de control.

En suma, el arreglo institucional previsto en la Constitución vigente no deja espacio para considerar que es jurídicamente

45. La Constitución dispone que constituye "Gobierno" para cada materia o asunto los actos en los que deben actuar el Presidente de la República y el Ministro o Director del Departamento administrativo respectivo (art. 115). En el caso del sector Hacienda y Crédito Público, entonces, el Gobierno está integrado por el Presidente de la República y el Ministerio de Hacienda y Crédito Público - MHCP.

46. En este Informe el vocablo "Gobierno" se utiliza, exclusivamente, en el sentido definido en el artículo 115 de la Constitución.

posible importar modelos de intervención estatal que reúnan o fusionen en un sola rama, órgano u organismo público, existente o no, las funciones de regulación de las actividades del mercado de capitales y las funciones de supervisión de los agentes que las desarrollan⁴⁷.

Tampoco existe espacio para asignar el diseño y definición de la política pública para el desarrollo y la promoción del mercado de capitales a una autoridad que, por su naturaleza, sea distinta a la forma de intervención expresamente prevista en la Constitución.



47. La implicación del arreglo constitucional vigente hace inviable considerar que las funciones de regulación y de supervisión sean atribuidas, por ejemplo, a la Junta Directiva del Banco de la República o a la Superintendencia Financiera o aún a la Unidad de Regulación Financiera. Lo anterior porque en ninguno de esos casos se cumple la condición de formar o constituir Gobierno en el sentido que expresamente dispone el artículo 115 de la Constitución.

La anterior conclusión, por demás, nada tiene de novedosa; de hecho, al tiempo de la fusión de las superintendencias Bancaria y de Valores su reconocimiento explícito derivó en la extinción de la Sala General de la segunda, y también al traslado de las funciones de regulación del régimen de inversiones de los fondos de pensiones obligatorias al Gobierno pese a que originalmente la ley se lo atribuía a la primera.

Distinto es que entre las distintas ramas, órganos y organismos del poder público en el marco de las funciones y competencias que les han sido atribuidas por la Constitución en relación con las actividades del mercado de capitales deban colaborar armónicamente para la consecución de los fines esenciales del Estado.

Una cuestión diferente es que la ley ordinaria atribuya al supervisor la capacidad para instruir a las entidades vigiladas (esto es, a los agentes que desarrollan actividades del mercado de capitales) la forma en que debe ser cumplidos ciertos as-

pectos técnicos de la regulación, lo que es jurídicamente viable conforme al arreglo constitucional vigente, “...*siempre que se sometan a los órdenes normativos de más alto rango...*”⁴⁸, valga decir, en forma y sustancia no se opongan a, o excedan, lo previsto en la ley marco y la regulación⁴⁹ que desarrolla el marco de intervención en las actividades del mercado de capitales.

En ese contexto la facultad de instrucción⁵⁰ del supervisor respecto de las entidades vigiladas es complementaria en tanto que tiene por objeto definir la forma en que deben cumplirse ciertos aspectos técnicos previstos en la regulación⁵¹, mecanismo que es deseable para el éxito de la estrategia de ajuste exacto que caracteriza la intervención del Estado en las actividades del mercado de capitales, conforme al arreglo institucional definido en la Constitución.

En esa dirección, el arreglo institucional definido en la Constitución tampoco se opone a que el supervisor participe en el proceso regulatorio; por el contrario, su participación es indispensable en virtud del mandato de coordinación porque el supervisor está en capacidad de aportar conocimiento, experiencia y capacidades que resultan necesarias tanto en la formulación de la Política Pública como en la modelación de la regulación que deba ser expedida por el Gobierno.

Ahora dicho arreglo institucional debe ser desarrollado con mayor consistencia por las diversas normas relativas al mercado de capitales con el propósito de evitar y corregir ciertas ambigüedades y duplicidad en todos los ámbitos de la acción pública.

La Comisión, dada la relevancia que los señalados aspectos tienen para el desarrollo del mercado de capitales, ha considerado oportuno compartir algunas reflexiones como preámbulo de sus recomendaciones.



48. Véase Sentencia C-406 de 2004, ponencia Clara Inés Vargas Hernández.

49. En este Informe la expresión “regulación” se emplea en el sentido estricto que dispone la Constitución, valga decir, se refiere exclusivamente a la capacidad del Gobierno para regular las actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquiera otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público.

50. En este Informe se emplea la expresión “facultad de instrucción” para designar la capacidad del supervisor financiero de expedir disposiciones de carácter general relativas a la forma en que las entidades vigiladas deben cumplir con ciertos aspectos técnicos de la regulación. A esta facultad suele denominarse “micro regulación” o “regulación secundaria” en el entendido de que esa capacidad está íntimamente relacionada con la función de control, inspección y vigilancia.

51. Esto es particularmente importante tratándose de la función de monitoreo y vigilancia en materia de riesgos, siguiendo el modelo de supervisión basada en principios de riesgo.

NECESIDAD DE UNA POLÍTICA PÚBLICA

para el desarrollo y promoción del mercado de capitales

La Comisión encontró que, si bien es una preocupación recurrente de los participantes del mercado y de los diferentes gobiernos el estado del mercado de capitales, en y desde el Estado no existe una concepción estratégica sobre cómo promover y desarrollar los diferentes aspectos en que se organiza.

Prueba de ese hallazgo es que desde el esfuerzo institucional que resultó en la Misión de Estudios del Mercado de Capitales de 1996 y las diferentes reformas puntuales al sistema financiero que se han adelantado desde entonces – incluida la Ley 964 de 2005, así como de algunos trabajos adelantados en los últimos años por agentes del sector privado, el interés por el desarrollo del mercado ha sido más táctico que estratégico.

La Comisión, ante este panorama, encontró también que entre los objetivos misionales y las funciones definidas en las diferentes normas que organizan la estructura del Estado se presentan vacíos, incompatibilidad, arbitrajes y ambigüedades que pueden haber contribuido al estado actual del mercado de capitales.

En ese sentido, la Comisión considera que existe cierta ambigüedad normativa al tiempo de precisar qué agencia estatal es la que debe conceptualmente tener a su cargo, debido a su posición institucional, el mandato de formular la política pública para el desarrollo y la promo-

ción del mercado de capitales, así como evaluar permanentemente su desempeño, y qué papel deben cumplir los diferentes entidades administrativas encargadas de ejecutarla bien como encargados del estudio y preparación de la regulación, o bien como responsables de desplegar acciones concretas encaminadas a desarrollar un plan estratégico para el desarrollo y promoción del mercado.

En materia de supervisión se presentan también objetivos de promoción y desarrollo que pueden resultar incompatibles con las funciones de inspección y vigilancia, así como duplicidades potenciales derivadas de la coexistencia de mecanismos públicos y los medios privados de autorregulación, sumados a la ambigüedad sobre el ámbito de estas últimas que han llevado a visiones contrapuestas sobre su alcance y la valoración de los beneficios de esta última⁵².

Tratándose del primer aspecto cabe anotar que si bien entre los objetivos misionales atribuidos al Ministerio de Hacienda y Crédito Público – (en adelante Ministerio de Hacienda) se encuentra la definición, formulación y ejecución de la política económica del país, de los planes generales, así como los programas y proyectos relacionados con esta, nada se dice expresamente sobre la promoción y desarrollo del mercado de capitales⁵³.

Esa concepción misional se ve confirmada al examinar las funciones que se le atribuyen al Ministerio de Hacienda en tanto que la definición y formulación de la política económica del país en relación con el mercado de capitales queda reducida a i) coordinar las políticas gubernamentales en materia financiera, monetaria, crediticia, cambiaria y fiscal, ii) expedir la regulación del mercado público de valores, iii) participar en la elaboración de la regulación de las actividades financieras, bursátil, aseguradora, cooperativa, y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos del ahorro público, en coordinación con la Superintendencia Financiera de Colombia o de la Superintendencia de Economía Solidaria y expedir lo de su competencia, y iv) participar en la elaboración de la regulación de la seguridad social⁵⁴.

Observada esa normativa cabe resaltar que el objetivo misional del Ministerio de Hacienda no recoge explícitamente la responsabilidad que le cabe en la formulación y definición de la política pública del mercado de capitales.

Para la Comisión el asunto no es menor toda vez que el *Gobierno* – constituido por Presidente de la República y el Ministro de Hacienda –, por mandato de la Constitución tiene a su cargo la responsabilidad de ejercer la intervención en las actividades del mercado de capitales mediante la expedición de la regulación que resulte aplicable conforme a los criterios y objetivos establecidos en la ley marco o general que así lo autorizan.

En ese sentido las normas vigentes que determinan tanto la misión como las funciones orgánicas del Ministerio de Hacienda resultan insuficientes por su ambigüedad toda vez que eluden la responsabilidad



fundacional de formular y definir una política pública para el desarrollo y la promoción del mercado de capitales, esto es el plan de vuelo necesario que guíe la preparación y coordinación con las demás agencias estatales de la regulación que debe ser impuesta sobre las actividades y las personas que las ejercen.

La Comisión, en ese contexto, considera indispensable que se replanteen las normas orgánicas del Ministerio de Hacienda para atribuirle inequívocamente la responsabilidad de establecer una Política Pública para el Desarrollo y Promoción del Mercado de Capitales que se convierta en el principal instrumento para guiar la regulación de las actividades y la supervisión de las entidades que la ejercen.

1. El tipo de sanciones preferidas recientemente indican que hay un enfoque conductual marcado desde el punto de vista del autorregulador, que es diferente al seguido por el supervisor público (prudencial y de riesgos). Los informes de gestión, y planes anuales de actividades de una y otra ratificaría esta conclusión.

2.

3. Véase Decreto 4712 de 2008, art. 2°.

4.

5. Véase Decreto 4712 de 2008, art. 3°.

55. Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera – URF, definido como una Unidad Administrativa Especial sin personería jurídica, patrimonio propio y adscrita al Ministerio de Hacienda (Decreto 4272 de 2011, arts. 1°).

56. Conforme al artículo 115 de la Constitución Política de 1991 el Presidente de la República es el Jefe del Estado, el Jefe del Gobierno y suprema autoridad administrativa. A su turno, "el Presidente y el Ministro o Director de Departamento correspondientes, en cada negocio particular, constituyen el Gobierno."

57. Cabe señalar que en época de la Dirección de Regulación Financiera del Ministerio de Hacienda era común que los proyectos de regulación tuvieran origen o fueran preparados por la Superintendencia Financiera, situación que a partir de la creación de la URF paulatinamente se ha corregido.

58. Véase Decreto 4272 de 2011, arts. 1 y 3.

Paralelamente, en 2011, se creó un organismo administrativo de carácter técnico⁵⁵ diseñado para ejecutar la política regulatoria para el sector financiero en general, cuya coordinación con otras autoridades corresponde funcionalmente al Ministerio de Hacienda, y cuyo ejercicio atribuye la Constitución al "Gobierno"⁵⁶.

En ese contexto, a la URF se le encomendó la misión de estudiar y proyectar la regulación para las diferentes actividades y agentes del mercado de capitales, pero en un ambiente de absoluto silencio respecto de cuál es la política pública en esa materia, esto es de un plan estratégico para desarrollo.

La URF, entonces, se creó para fortalecer las capacidades de la entonces Dirección de Regulación Financiera, que dependía del Viceministerio Técnico de Hacienda, y también para independizar la regulación financiera de la política de crédito público a cargo de una Dirección General del mismo nombre adscrita al Despacho del Ministro⁵⁷.

No obstante la conciencia que por la época existía sobre la importancia de fortalecer técnicamente el proceso regulatorio en cuanto implicaba la preparación de los decretos de intervención en las actividades del mercado de capitales, así como el espacio y respeto que ha ganado a lo largo de sus casi seis años de existencia, la evidencia enseña que la implementación de esa decisión se ha quedado a medio camino debido a restricciones presupuestales que le han impedido contar con los recursos de

capital necesarios para integrar la planta que con la inicialmente se diseñó y contar con la capacidad operativa (recursos informáticos y tecnológicos) que aseguren su independencia y responsabilidad misional, pues depende de las asignaciones aprobadas por el propio Ministerio de Hacienda⁵⁸.

La independencia técnica de la URF, además, está comprometida por su débil capacidad operativa para acceder en forma efectiva y autónoma a la información que recopilan otras autoridades (supervisores y banca central), insumo necesario para el diseño técnico de la regulación particular y concreta que debe ser impuesta en las oportunidades que se consideren pertinentes bajo la estrategia de ajuste exacto ("*fine tuning*") concebida en la Constitución.

La debilidad institucional se evidencia también en que el Consejo Directivo de la URF, que contempla la presencia de dos miembros independientes, no ha sido integrado debido a que, sistemáticamente, se le han negado modestos recursos presupuestales para atender el pago de los honorarios que implica designarlos.

Sumado a lo anterior, se tiene que al tiempo que el Ministerio de Hacienda y la URF tienen competencias convergentes en materia de regulación de las actividades del mercado de capitales, la Junta Directiva del Banco de la República participa interviniendo bajo el mandato de estudiar y adoptar las medidas monetarias, crediticias y cambiarias (Ley 31 de 1992, art. 16) con *funcio-*



nes vinculadas a regulación de la circulación monetaria... la liquidez del mercado financiero y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos de la economía, velando por la estabilidad del valor de la moneda, y las derivadas de la Ley 9 de 1991 sobre cambios internacionales.

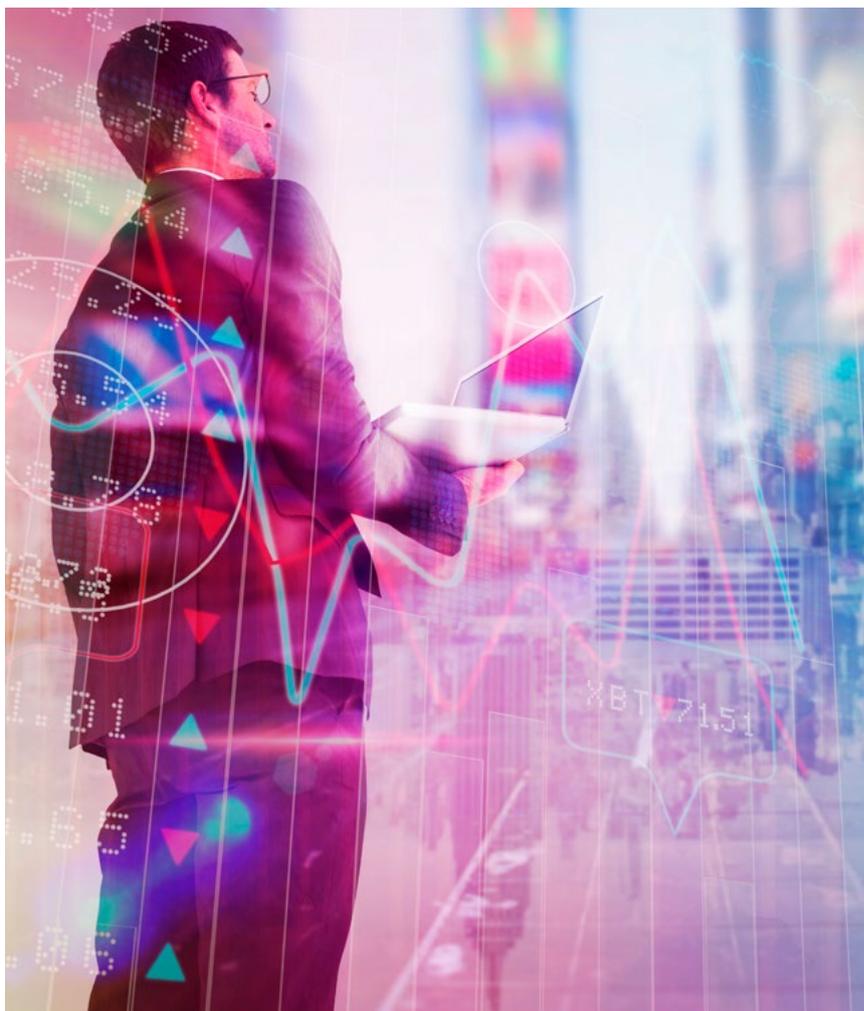
Por último, la legislación también ha establecido que la Superintendencia Financiera tiene a cargo un doble mandato planteado en términos de objetivos que, en sí mismos, lucen incompatibles. En efecto, se prevé que la supervisión del sistema financiero tiene como finalidad, de un lado “preservar su estabilidad, seguridad y confianza...y la protección de los inversionistas, ahorradores y asegurados”, y del otro “promover, organizar y desarrollar el mercado de valores colombiano” (Decreto 1068 de 2015, art. 1.2.1.3).

El cuadro anterior explica, en buena parte, por qué aún es común que en los decretos de intervención se delegue en el supervisor aspectos que, sobre bases generales, correspondería definir íntegramente al Gobierno por conducto del Ministerio de Hacienda como responsable de la política económica y a la URF como ejecutor de la política de regulación⁵⁹.

Para la Comisión no luce coherente que al supervisor se le encargue el diseño de la política pública para el mercado de valores, pero se le excluya de la que correspondería al canal bancario, mientras sí está a su cargo supervisar ambos segmentos del mercado de capitales bajo la premisa de estabilidad, seguridad y confianza. Ahora, más allá de esa apreciación que algunos pueden considerar como subjetiva, lo cierto es que ese doble objetivo se aparta, como quedó visto, del arreglo institucional y de competencias previsto en la Constitución⁶⁰.

59. Esa misma situación se ha venido reproduciendo en diferentes disposiciones de origen legal en las que a la Superintendencia se le han atribuido competencias que exceden la función administrativa en tanto que por su naturaleza corresponden más exactamente a funciones de regulación derivadas de la función de intervención del Estado, a través del Gobierno, en el sistema financiero.

60. Como se anotó al inicio de este Capítulo III, más allá de los debates teóricos o de los estándares idiosincráticos que en otras jurisdicciones se han acogido sobre un mega regulador y supervisor único, ese modelo no puede trasplantarse a Colombia a menos que se cambiara el arreglo Constitucional, modificación que no se recomienda ni se comparte por la Comisión.



Lo anterior porque si bien es cierto que las superintendencias son organismos técnicos que forman parte de la estructura de la administración pública nacional no lo es menos que están excluidos de la expresión Gobierno en el sentido previsto en la Constitución para efectos de la intervención del Estado en las actividades del mercado de capitales. También porque las funciones de inspección, control y vigilancia tienen como sujeto pasivo a las personas que ejercen las actividades, pero no su regulación que, se insiste, corresponde al objeto sobre el cual se ejerce la facultad de intervención.

En ese contexto, la ausencia de una concepción estratégica para el desarrollo y promoción del mercado de capitales desde el Gobierno puede explicar, también, la existencia de asimetrías en las cargas regulatorias tanto respecto de una misma actividad, operación o servicio como de los estándares profesionales exigidos para su ejercicio.

La Comisión, en vista de lo expuesto, resalta la importancia de recuperar el papel del mercado de capitales para el desarrollo

de la política económica del país. Y, en ese sentido considera necesario promover una serie de reformas a la normatividad para que respondan armónicamente al arreglo institucional previsto en la Constitución.

Ese llamado, para la Comisión, es consistente con la literatura académica y la evidencia empírica internacional en cuanto enseñan que la existencia de un mercado de capitales sólido, profundo y líquido juega un papel protagónico en la eficiente canalización del ahorro hacia la inversión, el crecimiento saludable de las empresas, la competitividad de la economía y el desarrollo económico de un país.

En esas condiciones, la Comisión considera fundamental que se defina con nitidez qué autoridad tendrá hacia adelante el papel de hacedor de la política (policymaker) del mercado de capitales, se precise el alcance del mandato, evitando que exista una responsabilidad difusa y duplicidad de funciones que impiden su articulación con metas grandes y ambiciosas como las planteadas para Colombia en términos de crecimiento y desarrollo de la economía en su conjunto.

SUPERVISIÓN Y SEGUIMIENTO:

potencialidad de duplicidades, ambigüedades e ineficiencias

La incorporación legal del esquema de autorregulación obligatoria, y la forma en que se desarrolla, implica la posibilidad de que se presente duplicidad, ambigüedad o ineficiencia en el campo de la supervisión de las personas y/o entidades que realizan las actividades asociadas al mercado de capitales⁶¹.



61. Las facultades de los organismos de autorregulación en materia de disciplina pueden dar origen a potenciales duplicidades respecto de las atribuidas al supervisor estatal, aunque las estadísticas no favorecen una aseveración concluyente. Así, por ejemplo, desde la incorporación de la autorregulación obligatoria se tiene que de las 338 sanciones impuestas por el AMV sólo 12 coinciden con situaciones que también fueron sancionadas por la Superintendencia Financiera. Sin embargo, como se anotó en precedencia, el marcado enfoque conductual adoptado por el autorregulador permite pensar que existe un divorcio respecto de la visión que tiene el supervisor público en esta materia.

Otro tanto sucede a propósito del monitoreo y la disciplina de las infracciones al régimen de competencia por parte de las personas y entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera, debido al esquema dual en las funciones concurrentes con la Superintendencia de Industria y Comercio en aspectos como la abogacía y la promoción de la competencia.

En cuanto al primer aspecto, cabe recordar que la Superintendencia Financiera tiene amplio mandato legal para supervisar tanto el funcionamiento de las entidades autorizadas a ejercer las actividades objeto de intervención por el Gobierno – incluidos Conglomerados y Holdings Financieros, emisores de valores e inversionistas de cualquier naturaleza –, como para monitorear, controlar, inspeccionar y vigilar el funcionamiento de todos los mercados financieros en los que se desarrollan las actividades del

mercado de capitales en aras de salvaguardar la estabilidad, seguridad y confianza del público en el sistema financiero.

En ese sentido el mandato de la Superintendencia Financiera, que es exclusivo en la órbita de lo público porque desarrolla por delegación la función administrativa a cargo del Presidente de la República, es significativamente más amplio, capaz y comprensivo que el atribuido a la autorregulación privada.

En efecto, las funciones que en materia de supervisión y disciplina han sido atribuidas por mandato legal a la autorregulación obli-

desde un enfoque de cumplimiento a una supervisión basada en riesgos, el autorregulador continúa apegado al modelo de verificación o cumplimiento conductual en la actividad de intermediación de valores.

En efecto la Superintendencia Financiera tomó hace más de cuatro años la decisión de modificar su enfoque de supervisión mudándose hacia uno basado en riesgos que persigue un entendimiento dinámico, coherente y comprensivo sobre la matriz de riesgos a que están expuestas las entidades vigiladas y los mercados en que operan con el propósito de entender, anticipar y corregir las desviaciones tanto institucionales como personales de los diferentes tipos de intermediarios⁶⁴, constituyéndose en una herramienta poderosa para salvaguardar la estabilidad del sistema financiero, así como la confianza del público en las entidades que ejercen las actividades del mercado de capitales.

Entre tanto, el autorregulador monitorea y disciplina los mercados organizados apegado a la perspectiva conductual priorizando las prácticas que pueden afectar la integridad y transparencia en el mercado⁶⁵. Si bien ese enfoque ha evolucionado con el tiempo para afinar el plan anual de seguimiento, aún existe una brecha importante respecto de la metodología con respecto de la supervisión basada en riesgos adoptada por la Superintendencia Financiera.

^{62.} Actualmente, función desarrollada por el Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia – AMV – al cual están vinculados obligatoriamente como miembros las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera únicamente en cuanto desarrollen la intermediación en el mercado de valores y, en forma voluntaria otros participantes del mercado de divisas.

^{63.} Cabe agregar que el autorregulador tampoco ha extendido el monitoreo, y por tanto no aplica disciplina, respecto de la actividad de intermediación en su conjunto dejando fuera prácticas y usos cuestionables tratándose de las operaciones realizadas entre vehículos de inversión para terceros.

^{64.} Modelo Integral de Supervisión – MIS. Una descripción comprensiva puede encontrarse en <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/Publicaciones/publicaciones/loadContenidoPublicacion/id/10085454/f/0/c/00>.

La implementación del modelo en la Superintendencia Financiera ha sido acompañada por el Toronto Center, entidad internacionalmente reconocida en el desarrollo de la supervisión basada en riesgos para entidades del sector financiero.

^{65.} Entre otras, abusos de mercado, manipulación de precios, realización de operaciones prohibidas, afectación de la libre formación de precios.

gatoria desarrollada por organismos privados⁶² es residual en cuanto no comprende sino la actividad de intermediación de valores cuando es desarrollada por entidades vigilada por el Estado. En la práctica, la autorregulación en ese campo representa una intersección ineficiente con la amplia competencia del supervisor público⁶³.

En esas condiciones es apenas natural que se presenten duplicidades que, si bien pueden ser resueltas mediante regulación, no han sido reglamentadas en ese sentido a la fecha.

En relación con el modelo de supervisión también existen diferencias sustanciales. Así, mientras la Superintendencia Financiera, en desarrollo de la función pública, tiene una visión integral sobre lo ocurre en el mercado de capitales y respecto de todos los participantes, que ha evolucionado

La tensión existente entre las visiones del supervisor público y el autorregulador privado con respecto al ámbito de las funciones que deben cumplirse por este último, así como la utilidad percibida con el enfoque meramente conductual, quedó en evidencia en 2017 cuando se exigió a los organismos de autorregulación plantear su plan anual de actividades con fundamento en un análisis de riesgo⁶⁶.

Si bien bajo estas condiciones el foco de riesgos del autorregulador privado tiende a una convergencia con la visión del supervisor público, lo coherente es que el Gobierno, mediante regulación, precise el ámbito de las funciones de la autorregulación y el alcance de sus facultades, lo que redundaría también en el ajuste de los costos que el modelo impone a los agentes autorregulados.

En esos términos la autorregulación acusa diversos problemas en cuanto al ámbito de sus funciones de monitoreo y disciplina, el alcance de sus facultades, el diseño de su modelo y procesos, así como los costos que impone a los agentes obligados.

Esa problemática era posible advertirla desde la época misma de la adopción del modelo de autorregulación (2005) dado que las competencias estatal y privada no eran concurrentes ni del todo convergentes, en la medida que la autorregulación no excluye la responsabilidad de los servidores públicos en el cumplimiento de su mandato ni permite, como está regulada, que resulte en un apoyo del todo útil para el supervisor público en ausencia de mecanismos mandatorios que hagan efectiva la coordinación.

Esa ambigüedad condujo a que en un principio se establecieran mecanismos de coordinación entre el supervisor público y el autorregulador privado (regulados en “memorandos de entendimiento” susceptibles de ser terminados unilateralmente por el primero, como en efecto ocurrió después con ocasión de las fricciones sobre su alcance), que resultaron ser insuficientes y entrópicos desde la perspectiva del Estado.

En esas condiciones la función disciplinaria privada y de supervisión estatal se ven enfrentadas, cuando no duplicadas, lo que ha llevado a cuestionar la utilidad y valor agregado de la autorregulación en tanto que no se perciben ni por el mercado ni por la autoridad los beneficios esperados que, en otras latitudes, se reconocen.



66. Véase Circular Externa 004 de 2017 expedida por la Superintendencia Financiera.

En ese contexto, el modelo de autorregulación debe ser reorientado para hacerlo compatible con la función de supervisión estatal.

La Comisión, en ese contexto, considera prioritario que el Gobierno, la Superintendencia Financiera, el Autorregulador y las entidades vigiladas aborden con prontitud esa reorientación de manera que el esquema que se define resulte útil para el mercado y las autoridades, pues en las condiciones actuales no parece que la autorregulación esté llamada a prosperar tratándose de las funciones de monitoreo y vigilancia.

Así mismo, la Comisión entiende que la autorregulación una vez sea reorientada debe permitir un marco flexible que le

permita abordar un espectro más amplio respecto de otra clase de intermediarios del mercado de valores sí, por otra parte, se adoptan las recomendaciones planteadas en la Sección II de este Capítulo III y el mercado de capitales se desarrolla en el sentido intencionado.

Un aspecto adicional de la autorregulación es la necesidad de que fortalezca sus capacidades y competencias para el ejercicio de la función de certificación en la que existen importantes oportunidades de mejora en la elevación de los estándares profesionales de los operadores, así como en la expansión de la educación económica y financiera de los inversionistas, en un contexto de responsabilidad social.

Al panorama debe sumarse que las funciones de “regulación” que tanto el organismo autorregulador como los proveedores de infraestructura ejercen a través de sus respectivos reglamentos a las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera en aspectos propios de los sistemas que operan, y que en ocasiones derivan en procesos de investigación y sanción múltiple, pueden resultar ineficientes o entrópicos para el funcionamiento del mercado de capitales, por lo que es deseable que la regulación estatal restrinja las funciones normativas que ejercen dichos agentes en cuanto puedan interferir con los estándares que se establezcan para el ejercicio de las actividades del mercado de capitales.



“

Asimetrías como la colección de **información** de los demandantes de capital pueden traer diferencias entre los dos **mercados.**”

De otro lado, tratándose de las conductas anticompetitivas y la protección del consumidor la distribución de funciones entre el supervisor financiero y la autoridad de competencia ha derivado en opiniones de la Superintendencia de Industria y Comercio que, sin otro remedio, ha debido aplicar la Superintendencia Financiera lo que pone de presente que el arreglo no ha sido el más afortunado en la medida que condujeron a aumentar los índices de concentración en el segmento de administradoras de pensiones en el mercado⁶⁷.

Entre los aspectos positivos, cabe destacar que institucionalmente se cuenta con un sistema de coordinación de carácter legal entre las autoridades del sistema financiero (Ministerio de Hacienda, Banco de la República, Fondo de Garantías de Instituciones Financieras y Superintendencia Financiera) representado en el Comité de Coordinación para el Seguimiento del Sistema Financiero.

El mandato de dicho Comité, como lo sugieren sus funciones, es coordinar las acciones de las diferentes agencias estatales a cuyo cargo específicamente la ley ha asignado la responsabilidad de regular, supervisar y resolver cualquier asunto vinculado a la estabilidad del sistema financiero desde la perspectiva macro prudencial, razón por la cual no cuenta (y no debe contar conforme al arreglo institucional pre-

visto en la Constitución), con facultades para dictar u ordenar políticas o regulaciones específicas que deban ser acatadas o cumplidas por los organismos ejecutores de las distintas funciones y competencias vinculadas con los mercados financieros.

Con todo, el Comité de Seguimiento tiene no sólo una indiscutible importancia como instancia de coordinación en relación con los asuntos que examina con regularidad, sino que puede hacia adelante jugar un papel protagónico si comunica más ampliamente tanto la agenda de trabajo anual como su visión sobre las oportunidades y riesgos que gravitan al sistema financiero, lo que puede coadyuvar en un aumento significativo de los niveles de transparencia de la información disponible para el mercado de capitales y la adopción de estándares más elevados en el manejo profesional del riesgo por parte de todos los agentes y participantes.

La Comisión, examinado el desarrollo normativo (legal y reglamentario) relativo a la función de supervisión y seguimiento de las entidades que desarrollan las actividades objeto de intervención, considera necesario que se adelanten reformas encaminadas a eliminar las ambigüedad y duplicidad observadas en el propósito de mejorar su eficacia conforme al arreglo institucional previsto en la Constitución.

COORDINACIÓN Y COHERENCIA

interinstitucional: organismos de control

La Constitución dispone que servidores, funcionarios y particulares que cumplen funciones públicas o manejan recursos públicos están sujetos a responsabilidad disciplinaria, fiscal e inclusive penal si la conducta es típica y antijurídica.

Los servidores que tienen a su cargo funciones de regulación y supervisión en el mercado de capitales, por definición, no escapan a esa regla, como es deseable en un régimen democrático.

Sin embargo, conviene señalar que es urgente una modernización tanto de las normas relativas al ejercicio de las funciones de los organismos de control como de las instituciones que tienen a su cargo su cumplimiento.

Lo anterior porque la normatividad disciplinaria y fiscal está concebida para valorar, *ex post*⁶⁸ y bajo parámetros formales, decisiones que por su naturaleza se encaminan a salvaguardar la estabilidad del sistema financiero⁶⁹, con el agravante de que en la valoración se carecen de elementos contrafac-

67. Si bien la Comisión examinó con detenimiento el esquema dual previsto en la legislación vigente, optó por no pronunciarse específicamente sobre cuál debe ser el arreglo institucional deseable. En todo caso, la Comisión considera deseable que el Gobierno estudie en profundidad los efectos no intencionados que pueden derivarse del modelo actual, para lo cual debe tener en cuenta tanto la necesidad de promover la competencia a través de medidas regulatorias como de imponer sanciones drásticas cuando no sean observadas por los agentes e intermediarios como es lo deseable en una economía de mercado, pero en un ambiente que preserve la estabilidad y seguridad del sistema financiero en su conjunto.



tuales o evidencia empírica que apoye las conclusiones de los organismos de control.

Desde esa perspectiva nótese que el marco legal para las funciones disciplinaria y fiscal a cargo de la Procuraduría General de la Nación y de la Contraloría General de la República omite que tanto las funciones como las decisiones adoptadas por las autoridades económicas que cumplen funciones de regulación y supervisión en el sistema financiero están concebidas para ser adoptadas no en el marco rígido de leyes ordinarias, que por definición son estáticas, sino de realidades dinámicas cuya complejidad, por expresa decisión de la Constitución, deben ser ejercidas al amparo de normas ge-

niticia y monetaria) y la Superintendencia Financiera (responsable del control, inspección y vigilancia de las entidades que ejercen las actividades del mercado de capitales), en un ambiente de exigente de coordinación para el ejercicio de sus funciones separadas, pero entrelazadas entre sí bajo el mandato de consecución de los fines del Estado.

En ese sentido, así como la existencia de un alto nivel de coordinación entre las autoridades económicas es condición sine qua non para la eficacia de la intervención del Estado en los mercados financieros, es indispensable que los organismos de control puedan desempeñar sus funciones bajo

por los organismos de control (sea ex ante / ex post) deba concentrarse en los procesos para la toma de decisiones bien para mejorarlas o para cuestionarlas, pero en ningún caso para interferirlas y menos aún para juzgar a los funcionarios por los resultados.

Bajo esa premisa, los organismos de control, en particular la Contraloría General de la República y la Procuraduría General de la Nación, al ejercer sus competencias fiscal y disciplinaria, deben observar y valorar las decisiones de las autoridades económicas en función del proceso de decisión que, en últimas, es lo único que asegura la ausencia de arbitrariedad, que es lo que debe primar.



68. Cabe indicar que actualmente se debate una reforma constitucional mediante la cual se habilitaría que la Contraloría General de la República pueda cumplir funciones de advertencia previa, o ex ante.

69. Es preciso insistir en que el sistema financiero es mucho más que las entidades financieras en la medida que éstos son apenas un canal o instrumento a través del cual se desarrolla el sistema de pagos de la economía.

nerales (leyes marco) que exigen desarrollo regulatorio bajo una estrategia de ajuste exacto (fine tuning).

La Comisión, en ese sentido, observa que el marco legal bajo el cual operan los organismos de control no es coherente con el arreglo previsto en la Constitución respecto de la intervención del Estado en las actividades del mercado de capitales.

Y no es coherente porque desde la propia Constitución se reconoce la necesidad de que la intervención del Estado en los mercados financieros sea ejercida con fundamento en criterios y objetivos generales cuyo desarrollo implica conocimientos y capacidades técnicas que generalmente están disponibles para el Gobierno (como regulador de las actividades del mercado de capitales), la Junta Directiva del Banco de la República (como autoridad cambiaria, cre-

marcos conceptuales diferenciales que en lugar de considerar resultados que carecen de contrafactual y por tanto no pueden ser juzgados objetivamente, se ocupen de examinar si las autoridades con funciones de regulación y supervisión observaron o no, y con qué grado de diligencia, los procedimientos que deben seguir para la toma de las decisiones.

En efecto, ese delicado diseño de ajuste exacto o fine tuning en virtud del cual el Gobierno, la Junta Directiva del Banco de la República y la Superintendencia Financiera tienen la responsabilidad, por mandato legal, de adoptar decisiones para delinear técnicamente las medidas que deben imponerse en un momento determinado a los participantes en los mercados financieros – sean intermediarios o agentes económicos – o respecto de las actividades del mercado de capitales implica que su valoración

Lo anterior porque el ámbito de las funciones de regulación y supervisión de las autoridades económicas supone, en todos los casos, la protección del bien jurídico que la Constitución y las leyes han planteado como principio rector, a saber, la salvaguarda del interés público involucrado en el ejercicio de las actividades financieras, bursátil, aseguradora y cualquiera otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público.

La Comisión, en ese sentido, hace un llamado urgente al señor Presidente de la República para que promueva un estudio independiente que identifique las fricciones que existen entre los diferentes marcos normativos que afectan la coherencia entre el ejercicio de las atribuciones de regulación y supervisión a cargo de las autoridades económicas, y las que corresponden al ámbito disciplinario y fiscal asignadas a los órganos de control. La identificación de esas fricciones debería conducir a reformas alineadas con las mejores prácticas internacionales en el marco de la OCDE.

La Comisión, así mismo hace un llamado especial a los organismos de control – Procuraduría General de la Nación y Contraloría General de la República – para que coadyuven el proceso de estudio en el propósito de salvaguardar los fines esenciales del Estado en un marco coherente de coordinación interinstitucional.

RECOMENDACIONES SOBRE EL ROL DE LAS AUTORIDADES

La Comisión, a propósito de su entendimiento del arreglo institucional y de competencias establecido en la Constitución, así como de la problemática que ha suscitado su desarrollo legislativo, en particular la presencia de ciertos vacíos, ambigüedades y duplicidades considera prioritario formular el conjunto de recomendaciones de reformas normativas presentadas a continuación.

1. Véase, en ese sentido, el numeral 6.1, subnumeral 2 de la Sección VI.

1

El Ministerio de Hacienda debe ser la autoridad responsable de formular la Política Pública para el Desarrollo y la Promoción del mercado de capitales

i.

La normatividad debe atribuir al Ministerio de Hacienda la responsabilidad de definir, formular y ejecutar una Política Pública para el Desarrollo y la Promoción del Mercado de Capitales (el policymaker) en armonía con los principios de libertad económica, iniciativa privada y libre competencia.

La política para el desarrollo del mercado de capitales debe procurar que éste sea el mecanismo que potencie el crecimiento de la economía y brinde oportunidades de ahorro, financiamiento e inversión en el aparato productivo.

La política de promoción del mercado de capitales debe propiciar la competencia entre los canales intermediado y desintermediado, así como entre agentes de uno y otro, en un ecosistema regido por altos estándares profesionales para el manejo del riesgo.

En la Política Pública deben definirse principios, estándares, variables y guías que permitan a los órganos, organismos y entidades estatales ejecutar sus funciones con estricto apego a sus respectivas competencias.

En consecuencia, debe derogarse cualquier disposición (legal o reglamentaria) que atribuya a terceros órganos u organismos, objetivos y funciones similares o equivalentes, como ocurre con las asignadas a la Superintendencia Financiera⁷¹.



ii.

Para asegurar que la política pública tenga una visión de largo plazo y seguimiento, es deseable que la función sea desarrollada orgánicamente a través de una Dirección General de Política para Desarrollo y la Promoción del Mercado de Capitales dependiente del Despacho del Ministro de Hacienda y/o bajo la coordinación del Viceministerio Técnico.

Esa Dirección General de Política debe concebirse bajo criterios estratégicos de asesoría, planeación y coordinación de manera que el Ministerio de Hacienda cuente, en todo momento, con los recursos humanos y capacidades técnicas apropiadas para el seguimiento de los resultados de la política pública que se defina.

2

El Gobierno debe ser responsable por el ejercicio integral de las facultades de intervención en el mercado de capitales

i.

Es necesario que el Gobierno sea consciente sobre la importancia de ejercer, en forma íntegra, la facultad de intervención en las actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquiera otra relacionada con el manejo, inversión y aprovechamiento de recursos captados del público (o del mercado de capitales) con estricto apego a la Constitución.

ii.

El Gobierno al expedir los decretos de intervención debe incorporar íntegramente los parámetros técnicos, económicos, prudenciales y jurídicos requeridos para el desarrollo de las actividades asociadas al mercado de capitales con un enfoque funcional o basado en principios de riesgo que sea coherente con altos estándares profesionales que guíen el ejercicio de la función administrativa de supervisión.

iii.

El Gobierno debe sujetarse a la Política Pública definida y las recomendaciones técnicas previa del Consejo Directivo de la URF. Lo anterior, sin perjuicio de las medidas prudenciales que, por razones de estabilidad financiera, deba tomar al margen de dicha política.

3

La URF debe ser el organismo técnico responsable del estudio, proyección y evaluación de la regulación aplicable a las actividades del mercado de capitales

i.

La normatividad debe atribuir a la URF, como organismo técnico, la responsabilidad exclusiva de preparar en forma integral la regulación que deba expedir el Gobierno respecto de las actividades del mercado de capitales con estricta sujeción a la Política Pública para el Desarrollo y la Promoción del Mercado de Capitales que haya sido definida, con las siguientes funciones prevalentes:

A

ESTUDIAR, DISEÑAR Y PROYECTAR integralmente la regulación relativa a las actividades del mercado de capitales, incluyendo el manejo, gestión e inversión de los recursos o fondos públicos (i.e. excedente de tesorería del sector público y fondos o recursos vinculados a la seguridad social);

B

DISEÑAR regulación con enfoque funcional o basada en principios de riesgo de manera que, en lo posible, incorpore todos los parámetros técnicos, económicos y jurídicos requeridos para establecer el estándar profesional de cada actividad objeto de intervención por el Gobierno; y

C

EVALUAR explícitamente (*ex ante* y *ex post*) el costo / beneficio perseguido y alcanzado por cualquier regulación relativa a las actividades del mercado de capitales con la finalidad de eliminar los arbitrajes, asimetrías y fricciones que inhiban, dificulten, limiten o impidan el desarrollo del mercado y/o afecten la competencia equilibrada entre los diferentes agentes, así como proponer al Ministerio de Hacienda los ajustes que sean del caso.



La URF debe ser el organismo técnico responsable del estudio, proyección y evaluación de la regulación aplicable a las actividades del mercado de capitales

ii.

Para ese efecto la URF debe ser objeto de un rediseño institucional y orgánico que conduzca al aseguramiento de su plena independencia técnica, administrativa y financiera que le permita:

A

CONTAR con una planta de personal acorde con la responsabilidad atribuida (incluyendo una jurídica especializada en regulación) que le permita el diseño integral de regulación con enfoque funcional o basada en principios de riesgo;

B

ATRAER Y RETENER talento humano con altos niveles de formación académica, experiencia práctica en el mercado de capitales en condiciones prestacionales similares o equivalentes a los demás organismos estatales vinculados al sistema financiero (Banco de la República, Superintendencia Financiera, Fogafin);

C

CONTAR con capacidades tecnológicas apropiadas que aseguren su pleno acceso al intercambio de información y bases de datos con cualquier otra autoridad o entidad pública conforme a lo dispuesto en el Plan Nacional de Desarrollo 2018 - 2002 (Ley 1955 de 2009, art. 143-3); y

D

CONTAR con la capacidad de cobrar contribuciones a las entidades que desarrollen actividades reguladas para financiar en todo o en parte su presupuesto de inversión y de funcionamiento en adición a los asignados en el presupuesto aprobado por el Ministerio de Hacienda.

iii.

El gobierno corporativo de la URF debe ser fortalecido con las siguientes medidas:

A

ASEGURAR la integración plena de su Consejo Directivo mediante la participación de los dos miembros independientes previstos inicialmente.

Considerando la dificultad que puede implicar la consecución de personas del todo independientes, se sugiere pensar en la conformación de un panel de expertos que puedan ser invitados rotativamente a las reuniones del Consejo Directivo en cuanto no estén afectados por una situación de conflicto de interés;

B

ESTABLECER normativamente como quórum para deliberar y mayorías para decidir la presencia del Ministro de Hacienda (o su delegado) y al menos uno de los miembros independientes;

C

ESTABLECER normativamente que el Ministro de Hacienda sólo pueda delegar su participación en las reuniones del Consejo Directivo en el Viceministro Técnico de Hacienda;

D

ESTABLECER normativamente que el Director General de Política será invitado permanente del Consejo Directivo - con voz, pero sin voto - para asegurar la coherencia de la Política Pública y la regulación que se proponga expedir; y

E

Establecer normativamente que las decisiones adoptadas por el Consejo Directivo constituyen la recomendación técnica que se formula al Gobierno. En consecuencia, los proyectos de decreto aprobados no deben estar sujetos a cambios de cualquier otra dependencia o entidad en la administración pública.

La Superintendencia Financiera debe ser la única entidad responsable de la vigilancia estatal de personas que ejerzan actividades del mercado de capitales

i.

La Superintendencia Financiera debe tener por mandato la inspección, control y vigilancia de las personas y entidades (incluidos Conglomerados y Holdings Financieros, emisores de valores e inversionistas) que ejerzan las actividades financieras, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, inversión o aprovechamiento de los recursos captados del público en el sistema financiero, esto es, a través de los canales bancario o de valores.

ii.

El objetivo misional exclusivo de la Superintendencia Financiera, así como sus funciones, deben estar encaminadas a supervisar íntegramente el sistema financiero con el fin de preservar su estabilidad, seguridad y confianza, y la protección de inversionistas, ahorradores y asegurados⁷².

Lo anterior debe entenderse sin menoscabo de la facultad de instrucción encaminada a la definición de los aspectos técnicos necesarios para la supervisión basada en riesgos.

En consecuencia, la reforma mediante la cual se ajuste el objetivo y funciones de la Superintendencia Financiera debe derogar las normas en virtud de las cuales se le confieran facultades de política pública relativa a la promoción, organización y desarrollo del mercado de valores en la medida en que esa función sea atribuida al Ministerio de Hacienda conforme a lo previsto en la Constitución.

iii.

La Superintendencia Financiera debe continuar profundizando en el afianzamiento de:

A

El modelo de supervisión comprensivo y consolidado aplicable a las entidades vigiladas, así como a los Conglomerados y Holdings Financieros;

B

El marco integral de supervisión basado en la gestión de principios de riesgo, junto con la facultad de instrucción asociada a la estrategia de ajuste exacto (fine tuning) que sea requerido en aspectos prudenciales y operativos, de forma coherente con el arreglo institucional previsto en la Constitución y la ley; y

C

La competencia exclusiva respecto de las entidades vigiladas en las funciones de supervisión y disciplina de los mercados financieros. En consecuencia, ninguna otra agencia u organismo, público o privado, deberá desarrollar tales funciones.

iv.

Es conveniente que una reforma legal autorice al Gobierno para establecer diferentes grados de inspección, control y vigilancia respecto de las entidades que ejerzan actividades objeto de intervención de manera que se puedan incluir o excluir de la vigilancia estatal aquellas que, en razón de la naturaleza o impacto de las operaciones o servicios, no tengan incidencia en la estabilidad del sistema financiero o requieran de esquemas de supervisión estrictos siguiendo para el efecto el modelo aplicado a las sociedades comerciales.

En ese sentido, es deseable que se reformen tanto el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero como la Ley del Mercado de Valores para admitir, simultáneamente, que el Gobierno en ejercicio de las facultades de intervención precise cuándo las actividades pueden ser desarrolladas por entidades no vigiladas, siempre que actividades y entidades no impliquen – directa o indirectamente – la toma de depósitos, el manejo o inversión de recursos captados del público cualquiera que sea la forma jurídica de instrumentar las operaciones.

v.

Es altamente conveniente examinar las definiciones asociadas al ejercicio ilegal de las actividades objeto de intervención dado que resultan anacrónicas desde la perspectiva del surgimiento de nuevos mecanismos e instrumentos tecnológicos a través de los cuales se desarrollan todo tipo de conductas que, más allá de las implicaciones administrativas, tienen connotación eminentemente penal.

En ese sentido es deseable que se atribuya a la Fiscalía General de la Nación la competencia para que de oficio investigue, procese y acuse ante la jurisdicción penal ordinaria a las personas y entidades que infrinjan las normas respectivas, así como a los supuestos ahorradores e inversionistas que participen en la consumación de las actividades delictivas.

72. Lo expresado debe entenderse sin menoscabo del ejercicio de las funciones jurisdiccionales que le han sido atribuidas a la Superintendencia Financiera en materia de protección al consumidor, y otras análogas como las sugeridas en el numeral 1-vi del numeral 2.2 de la Sección II de este Capítulo III.

El modelo de Autorregulación debe ser revisado a profundidad para redefinir su papel

i.

El modelo de autorregulación debe ser revisado en profundidad para redefinir su ámbito y alcance, eliminar duplicidades y ambigüedades, así como potenciales conflictos de competencia con las autoridades de supervisión en consonancia con lo expresado en la Recomendación 4, iii, c) de esta Sección. Los atributos deseables para un nuevo modelo de autorregulación para el estado actual del mercado deben considerar que

A

AGREGUE valor a la función de supervisión estatal no sólo respecto de los intermediarios en el mercado de valores (sea que actúen explícitamente o no para terceros) sino también en las operaciones asociadas a las demás actividades objeto de intervención siguiendo las mejores prácticas internacionales.

B

EXTIENDA su ámbito a todos los mercados financieros (monetario, valores, divisas, derivados) cualquiera sea el escenario de negociación (sistemas transaccionales o de registro de operaciones) contribuyendo a la eliminación de sesgos y arbitrajes regulatorios aprovechados por los operadores e inversionistas para eludir o evadir los controles y mecanismos de gestión de riesgos establecidos en la regulación;

C

CONTRIBUYA al incremento sustancial de los estándares exigibles en la gestión profesional del riesgo e incluya a todos los participantes en los mercados financieros; y

1. Véase recomendación 4, iv de la Sección I de este Capítulo III.

D

REDUZCA, sustantivamente, las cargas y los costos de cumplimiento que impone el modelo actual, al tiempo que aumente la eficiencia y la eficacia del esquema de autorregulación en beneficio de sus miembros y el mercado en general.

ii.

La Comisión entiende que sin esos u otros cambios en la dirección planteada difícilmente se podrán capturar los beneficios observados en otras latitudes, a tal punto que el modelo de autorregulación, en su estado actual, parece no estar destinado a cumplir un papel relevante que contribuya al desarrollo del mercado de capitales.

iii.

La Comisión estima que, según vaya desarrollándose el mercado de capitales, en el futuro puede pensarse que la autorregulación se extienda a otros agentes más allá del concepto típico de intermediación para incluir a los gestores de recursos de terceros, los inversionistas profesionales (incluidos los especuladores) y otros individuos que no estén sometidos a un esquema de vigilancia estricto, si prosperasen otras recomendaciones de la Misión⁷³.

El Gobierno Nacional debe promover un estudio independiente que genere recomendaciones para asegurar la coherencia entre las funciones a cargo de los organismos de control y las atribuciones de regulación y supervisión de las autoridades económicas

i.

El Presidente de la República debe propiciar un estudio independiente que se ocupe de diseñar mecanismos que hagan coherente las funciones a cargo de los organismos de control con las atribuciones de regulación y supervisión a cargo del Gobierno, la Junta Directiva del Banco de la República y la Superintendencia Financiera.

ii.

El marco legal bajo el cual se ejerza la función disciplinaria y de control fiscal debe ser reformado para hacer énfasis no en los resultados sino en los procesos de toma de decisiones de las autoridades económicas en consideración a la estrategia de ajuste exacto (*fine tuning*) bajo la cual se

6

El Gobierno Nacional debe promover un estudio independiente que genere recomendaciones para asegurar la coherencia entre las funciones a cargo de los organismos de control y las atribuciones de regulación y supervisión de las autoridades económicas

consagra la intervención del Estado en las actividades del mercado de capitales y la supervisión de las entidades que las ejercen. La reforma legal que se promueva debe estar alineada con las mejores prácticas internacionales acogidas en la OCDE.

iii.

La Procuraduría General de la Nación y la Contraloría General de la República deben coadyuvar el estudio e implementación de las reformas que sean del caso para asegurar la coherencia y coordinación interinstitucional para la consecución efectiva de los fines esenciales del Estado.

7

Creación de un Comité Consultivo como instancia formal para el seguimiento de la política pública

i.

Las recomendaciones formuladas por la Comisión en este Informe tienen diversos grados de complejidad en su implementación porque o requieren de reformas legales previas y/o implican el diseño de ciertos parámetros técnicos que exigen un análisis detallado que escapa a su mandato, por razones de tiempo.

ii.

La Comisión hace énfasis en el concepto de *reforma* pues en verdad éste hace alusión a un proceso que toma tiempo, exige múltiples reflexiones y acciones que deben ser evaluadas continuamente para asegurar su exitosa implementación.

Por esa misma razón, la Comisión entiende que sus recomendaciones son el comienzo de una conversación alrededor de la cuál puede debatirse la definición de la Política Pública para el Desarrollo y Promoción del Mercado de Capitales. En ese contexto, se insiste, las recomendaciones de la Comisión son el comienzo, no el final de una conversación sobre el futuro del mercado de capitales.

iii.

La Comisión, en esa dirección, considera deseable que el Gobierno establezca una instancia formal para el debate participativo de la Política Pública y la construcción de agenda de

trabajo que trace la forma de abordar el proceso de reforma, haga seguimiento a su implementación, formule recomendaciones, cambios de ritmo o de rumbo que contribuyan al proceso de mejoramiento continuo del mercado de capitales que, como es lo ideal, exceda el ciclo político.

iv.

El Comité Consultivo debe servir también como foro para la rendición de cuentas que deban hacer los sucesivos gobiernos respecto de la Política Pública en tanto la misma sea concebida para el largo plazo.

v.

Es deseable, que el Comité Consultivo no tenga carácter de órgano u organismo de la administración pública de manera que permita la participación simultánea de practicantes de mercado, académicos y expertos independientes.

Sin embargo, dado que el Comité Consultivo será en cierto sentido parte de la institucionalidad del mercado de capitales, es deseable que se establezca un calendario de reuniones periódico (semestral o anual, por ejemplo), obligado a divulgar su agenda de trabajo y las minutas que sinteticen los hallazgos, conclusiones y recomendaciones.

SECCIÓN 2

ESTRUCTURA DE MERCADO

2.1 ACTIVIDADES DEL MERCADO

como objeto de las facultades
de intervención

La Constitución Política de 1991, como se anotó, establece que las actividades del mercado de capitales son de *interés público* y que su ejercicio exige previa autorización del Estado, debido a lo cual están sometidas a un régimen de intervención especial en cuyo ejercicio participan de manera concurrente el Congreso, a través de leyes marco, y el Gobierno, mediante decretos de intervención que imponen la regulación de carácter particular y concreto que les resultan aplicables⁷⁴.

En la antigua Constitución de 1886 el asunto era por entero diferente en la medida que la intervención del Estado estaba concebida bajo un enfoque institucional y su ejercicio competía exclusivamente al Presidente de la República⁷⁵.

En efecto, la facultad de intervención estaba circunscrita a *las personas naturales o jurídicas que tenían por objeto el manejo, aprovechamiento y la inversión de los fondos provenientes del ahorro privado*, no sobre las actividades, por lo que el perímetro regulatorio estaba restringido a las empresas organizadas para servir como intermediarios en el sistema financiero.

Y, de otro lado, si bien correspondía al Congreso dictar leyes en diversas materias, lo cierto era que el Presidente de la República de manera autónoma, sin necesidad de ley que lo autorizara, estaba en capacidad de expedir toda la regulación financiera a través de decretos, denominados por la jurisprudencia *reglamentos constitucionales autónomos*.

Esos caracteres diferenciales explican por qué al amparo de los *reglamentos constitucionales autónomos* se desarrolló casi en su totalidad la regulación para las empresas que participaban en el sector financiero y asegurador.

Así mismo, en ausencia de una definición previa y coherente de la organización del mercado, explica también por qué durante la mayor parte del siglo XX la regulación financiera atribuyó *ad hoc* el ejercicio de operaciones y servicios financieros a una multiplicidad de licencias especializadas por objeto social exclusivo su ejercicio, situación que se mantuvo hasta 1990 cuando se dictó por el Congreso la Ley 45 por la cual se definió la estructura de mercado para sistema financiero.

La anotada circunstancia no se replicó íntegramente para el mercado de valores pues el Congreso intervino dictando, entre otras, la Ley 32 de 1979 mediante la cual se creó la Comisión Nacional de Valores, y la Ley 27 de

1990 que reorganizó la estructura y agentes de ese mercado, aunque con un enfoque orgánico en la medida que la legislación se refirió a entidades especializadas por objeto social exclusivo.

La Ley 45, como anotó, fue determinante en tanto que optó por organizar el sistema financiero a partir de ciertas operaciones bancarias y de seguros para ser ejecutadas por entidades especializadas por objeto social (establecimientos de crédito, empresas aseguradoras y sociedades de servicios financieros), que agrupadas bajo la forma de matrices y filiales facilitó al conjunto de entidades vinculadas a un mismo empresario, el desarrollo de toda la gama de las operaciones autorizadas.

A esa forma de organizar el sistema financiero se le denominó *banca múltiple o intermedia*, por oposición a la *banca universal*, que permite a una misma entidad o licencia el desarrollo de todas operaciones y servicios financieros conocidos en un momento determinado.

Ese enfoque regulatorio, en consecuencia, hizo énfasis en el tipo de licencias y contenidos que cada entidad especializada podía desarrollar, no en las actividades y las condiciones o estándares requeridos para su prestación en función del conjunto de riesgos inherentes a las operaciones y servicios autorizados.



74. Artículos 335, 150, numeral 19, literal d), y 189, numeral 25.
75. Constitución Política de 1886.
Artículo 120. Corresponde al Presidente de la República como Jefe del Estado y suprema autoridad administrativa: (...) 14. Ejercer, como atribución constitucional propia, la intervención necesaria en el Banco de Emisión y en las actividades de personas naturales o jurídicas que tengan por objeto el manejo o aprovechamiento y la inversión de los fondos provenientes del ahorro privado;(...).

Como se desprende de lo anotado, la Constitución del 91, bien entendida, no sólo modificó la forma en que el Estado interviene sino también sobre “*qué*” interviene.

En efecto, nótese que el énfasis recae actualmente en las “*actividades*” y no sobre las empresas cuyo objeto es desarrollar, en forma especializada, las actividades.

Sin embargo, las diferentes “*leyes financieras*” que se han expedido en vigencia de la Constitución del 91 no han reflejado esa circunstancia.

De hecho la Ley 35 de 1993, que vino a “*desarrollar*” el nuevo arreglo de competencias en cuanto a la intervención bajo la Constitución de 1991, persistió en la idea según la cual el Gobierno interviene “...en relación con las entidades financieras y aseguradoras sujetas al control y vigilancia de la Superintendencia Financiera y, en general, respecto de las entidades cuyas actividades consistan en el manejo, aprovechamiento y la inversión de recursos captados del público” (art. 48 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, Decreto ley 663 de 1993), situación que se ha repetido en las sucesivas reformas hasta la fecha.

La regulación del mercado de valores, por el contrario, optó por un camino diferente porque acogió más próximamente el enfoque funcional previsto en la Constitución del 91.

En efecto, la Ley 964 de 2005 define el périmetro de las facultades de intervención no respecto de entidades autorizadas sino del concepto de “*valor*” como instrumento de captación especial a lo que agrega un conjunto no limitado de actividades que hacen parte del mercado. Y es no limitado porque faculta también al Gobierno para definir y regular nuevas actividades del *mercado siempre que constituyan actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores* (art. 3º, literal j).

Como resultado de lo expuesto, existe una dicotomía que es evidente: uno es el enfoque regulatorio para el canal intermediado y, otro para el canal de instrumentos o valores, cuando en la Constitución del 91 explícitamente se optó por el funcional relativo a todas las actividades que hacen parte del mercado de capitales, a saber, *la financiera, bursátil, aseguradora y cualquiera otra relacionada con el manejo, aprovecha-*

miento e inversión de los recursos captados del público (art. 335).

Ese enfoque regulatorio vertido en la Ley 35 de 1993, además, pierde de vista que las actividades financiera y aseguradora son bastante más amplias que la estrecha definición del objeto social exclusivo de las entidades vigiladas y aún de las operaciones que la regulación ha venido autorizando en desarrollo de aquél.

Más aún, como lo tiene reconocido la jurisprudencia constitucional, el legislador a la fecha no ha definido el universo de operaciones y servicios que conceptualmente corresponderían a las actividades financiera y aseguradora ni el Gobierno está facultado para intervenir más allá del ámbito estrecho de lo que está permitido a las entidades vigiladas dado el errado enfoque bajo el cual se desarrolló el mandato de intervención que impide, por ejemplo, que una misma operación sea autorizada a dos o más licencias diferentes cuando sustancialmente constituya el objeto exclusivo de otra.

Como expresión de lo anterior, en cierto sentido, el desarrollo de las actividades financiera y aseguradora se encuentra estancado en la medida que la regulación es poco flexible para reconocer y regular las operaciones o servicios con características propias que surgen de tiempo en tiempo debido a las limitaciones del enfoque institucional acogido en la legislación.

Prueba de esa circunstancia es que el país se ha visto obligado a tramitar leyes *ad hoc* para habilitar la prestación de diversos servicios financieros y operaciones de seguros a través de nuevas licencias especializadas (v. gr. Las sociedades especializadas en depósitos y pagos electrónicos), cuando en realidad lo que existe es una modalidad de una operación o servicio que, por mera definición legal, resulta típico de los establecimientos de crédito.

En ese mismo sentido mientras se persista erróneamente en que las facultades de intervención del Gobierno están asociadas a las empresas organizadas para servir como intermediarios de actividades, como lo prevé la Ley 35 de 1993, la evolución del sistema financiero en general y del mercado de capitales en particular, no responderá con la velocidad y eficacia esperada por los consumidores.

Con la irrupción de nuevas tecnologías también queda en evidencia que el enfoque de la

Ley 35 resulta estrecho en la medida que la prestación de servicios financieros (tradicionales o novedosos) en su autorización quedan atados a la capacidad del objeto social exclusivo de cada tipo de licencia, cuando desde la perspectiva funcional lo sensato consistiría en permitir su ejercicio a varios jugadores vigilados establecidos en lugar de crear o nuevas licencias u optar por una de las existentes para desarrollarlo, en contravía del sentido del sentido común⁷⁶.

Los retos que plantean el cambio tecnológico y la innovación en la prestación de los servicios y la oferta de productos del mercado de capitales, sin embargo, continúa afrontándose desde la perspectiva institucional y no de las actividades.

Evidencia de lo anterior es que con la expedición del Plan Nacional de Desarrollo 2018-2022⁷⁷ se estableció la posibilidad de autorizar el funcionamiento de nuevas empresas que presten servicios y productos propios de las entidades vigiladas bajo un régimen regulatorio *ad hoc* que tienda a facilitar el desarrollo de las denominadas *Fintech*.

Ese enfoque, se reitera, si bien sienta las bases para entender hacia adelante cómo deberán regularse y supervisarse las actividades del mercado de capitales cuando son prestadas en forma modular por diferentes tipos de entidades vigiladas, conforme a un estatuto profesional que organice el sistema financiero, es insuficiente, al tiempo que puede introducir complejidades y consecuencias no intencionadas en el desarrollo armónico del mercado, así como no pocos debates jurídicos relativos a la amplitud en el ejercicio de las facultades de intervención en cuanto autoricen o atribuyan operaciones que riñan con el objeto social exclusivo de los agentes existentes⁷⁸.

Ese enfoque regulatorio, de otro lado, en cierto sentido está agotado por la propia realidad. En efecto, las licencias que se concibieron como especializadas han venido perdiendo a lo largo del tiempo su identidad. Tanto los consumidores como las entidades se han visto enfrentados a demandar y ofrecer operaciones financieras, de seguros o de inversión a través de una sola y misma entidad con independencia de la capacidad ofrecida por su objeto social exclusivo y los servicios autorizados, unas veces ayudados por las regulaciones que contribuyen a facilitar esos esquemas operacionales, y en otras por prácticas que en ausencia de regulación simulan separaciones inexistentes, pero en ambos casos con el

efecto práctico de hacer cada vez más tenuous las fronteras entre las diversas licencias autorizadas a las entidades vigiladas.

Es oportuno señalar que con la nueva legislación de Conglomerados y Holdings Financieros (Ley 1970 de 2017) se ha reconocido, al menos implícitamente, que el enfoque regulatorio requiere de una revisión que haga énfasis en los estándares que deben cumplirse para el desarrollo del conjunto de actividades que estos esquemas de vinculación económica realizan por intermedio de uno o más Holdings organizados como matrices y filiales especializadas. Como se sabe, el nuevo marco hace énfasis en el respaldo patrimonial que deben cumplir en forma consolidada y en los sistemas de gestión transversales para monitorear la trasmisión y contagio de riesgos entre licencias, valga decir, un paso más allá de la valoración de los requisitos individualmente considerados para cada tipo de entidad vigilada.

En forma paralela, la disponibilidad de facilidades ofrecidas por los desarrollos tecnológicos, la presión por reducir costos, la urgencia de satisfacer las necesidades de los consumidores y la conveniente especialización derivada de las decisiones empresariales para atender mercados más exigentes en agilidad, producto y precio ha determinado que el esquema actual de licencias especializadas y

76. En este campo conviene resaltar que tanto el Gobierno, a través de la URF, como la Superintendencia Financiera han respondido con diligencia a los retos que plantean la innovación como a la aplicación de las nuevas tecnologías en la prestación de los servicios autorizados a las entidades vigiladas. Así, de un lado se autorizó la financiación colaborativa mediante valores (Crowdfunding) mediante el Decreto 1357 de 2018, y del otro, se auspició "La Arenera" como expresión de la política de innovación del supervisor (InnovaSFC) para coadyuvar el desarrollo seguro de nuevas tecnologías para la prestación de toda clase de servicios por las entidades vigiladas.

77. Véase Ley 1955 de 2019. Artículo 166. Constitución de empresas de desarrollos tecnológicos innovadores. Quienes se propongan implementar desarrollos tecnológicos innovadores para realizar actividades propias de las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera, podrán constituir una de estas entidades y obtener un certificado para operar temporalmente, de acuerdo con las condiciones, requisitos y requerimientos prudenciales, incluyendo la determinación o aplicación de capitales mínimos, de acuerdo con la reglamentación que para el efecto expida el Gobierno nacional. Dicho certificado de operación temporal no excederá de dos (2) años y podrá ser revocado en cualquier momento por la Superintendencia Financiera. La Superintendencia Financiera autorizará la

constitución de estas entidades y otorgará el respectivo certificado de funcionamiento, conforme al procedimiento que se establezca para el efecto. En desarrollo de esta disposición, el Gobierno nacional podrá determinar los montos mínimos de capital que deberán acreditarse para solicitar la constitución de las entidades sometidas al control y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia, el cual podrá estar diferenciado en función de las operaciones autorizadas por la Superintendencia Financiera de Colombia, en los términos del numeral 2 del artículo 53 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero.

Parágrafo 1°. Con sujeción a las condiciones, requisitos y requerimientos prudenciales que establezca la reglamentación a la que se refiere el presente artículo, las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia podrán implementar desarrollos tecnológicos innovadores para probar temporalmente nuevos productos o servicios, bajo la supervisión de dicha Superintendencia, por el término indicado en este artículo.

Parágrafo 2°. El Gobierno nacional a través de la Comisión Intersectorial para la Inclusión Financiera articulará las medidas y políticas tendientes a desarrollar mecanismos de financiación para empresas y emprendedores, con el propósito de evitar duplicidad y que se diseñen instrumentos adecuados para las diferentes etapas de desarrollo empresarial.





78. Un examen cuidadoso del artículo 166 de la Ley 1955 de 2019 pone en evidencia, por ejemplo, que su redacción no es la más afortunada en cuanto no resuelve si lo que se puede autorizar a las empresas que se constituyen bajo su amparo son "actividades propias de las entidades vigiladas" o "nuevos productos o servicios" propios del objeto social de las establecidas, lo cual se enfrenta a las restricciones impuestas por la Ley 45 de 1990 y la Ley 35 de 1993.⁷⁹ Conviene resaltar, sin embargo, que recientemente la Superintendencia Financiera ha tomado la decisión de avanzar en la flexibilización de su propia doctrina sobre delegación de la profesionalidad, en particular en asuntos de computación en la nube. Véase Circular Externa 5 de 2019.

sus requerimientos patrimoniales, prudenciales y regulatorios resulten onerosos e ineficientes tanto para los actuales jugadores del mercado, como disuasivos respecto al ingreso de nuevos interesados a falta de condiciones competitivas uniformes.

En efecto, parece ineficiente a la luz de la ley de conglomerados la necesidad de asignar ingentes capitales regulatorios para emprender la totalidad de las operaciones autorizadas a cada licencia, o exigir la misma clase de requisitos patrimoniales, prudenciales y regulatorios a una misma entidad especializada, cuando la definición del mercado objetivo que se pretende atender o no los requiere o resultan exagerados, lo cual tiene como efecto disuadir a las firmas establecidas de servir mejor ciertos mercados o simplemente abandonarlos.

Por otra parte, derivado de la especialización de las licencias, pululan diversas y contradictorias interpretaciones sobre qué funciones, procesos o tareas pueden ser tercerizadas. En efecto, pese a todas las evidencias,

aún se debate si entregar a terceros ciertos procesos infringe el estatuto profesional en cuanto implicaría delegar la profesionalidad, olvidando que existen múltiples tareas del *Back, Middle* y *Front Office* que pueden ser desarrolladas por terceras entidades, vigiladas o no, porque lo que prima en su realización es el uso intensivo de tecnología, recursos humanos, Know how o consideraciones elementales de economías de escala y alcance.

Así, las diversas interpretaciones han llevado a que entidades que pertenecen a un mismo propietario o conglomerado financiero se vean avocadas a duplicar, antieconómicamente, infraestructuras y procesos, lo que se traducen en mayores costos. También a que terceros interesados en ingresar al mercado se vean disuadidos ante la obligación de asignar capital a infraestructuras y procesos que bien pueden ser prestados por terceros, vigilados o no, sin sacrificar por ello los estándares profesionales derivados del estatuto que los rige o delegar, en todo o en parte, el profesionalismo de la actividad que persiguen desarrollar.

De la misma manera el cumplimiento de múltiples regulaciones, opuestas entre sí, ha llevado a que operaciones o procesos que bien pueden desarrollarse en forma centralizada al interior de un mismo Conglomerado o Holding Financiero o a través de un tercero deban absorberse individualmente (v.gr. sistemas de administración de riesgos), cuando el camino natural consistiría en tercerizar procesos mecánicos asociados a la construcción y mantenimiento de la infraestructura bajo la cual se corren los procesos⁷⁹.

Ese enfoque sobre la delegación de la profesionalidad, además de obsoleto en la era de la economía digital y la tercerización, constituye una barrera de entrada a nuevos jugadores.

El enfoque previsto en la Ley 35, valga decir una intervención sobre las entidades y no sobre las actividades, posiblemente ha favorecido una alta concentración de participaciones de mercado, así como una baja contestabilidad y presión competitiva, características ajenas a los mercados de capitales profundos y desarrollados.

En efecto pese a la existencia de sociedades de servicios financieros especializadas a través de licencias (administradoras

de fondos de pensiones, sociedades fiduciarias, sociedades comisionistas de bolsa, sociedades administradoras de inversión) se evidencia que la dicotomía regulatoria ha impedido la organización de la actividad de gestión y administración de activos financieros (Asset Management) con un enfoque uniforme de estándares exigentes que permitan su desarrollo y crecimiento⁸⁰.

Un aspecto central en la arquitectura de la actividad de recursos de terceros (Asset Management) es regular apropiadamente el ofrecimiento de fondos o productos que pertenezcan a entidades de un mismo Conglomerado y Holding Financiero debido al conflicto de interés que se presentará cuando estos, persiguiendo su propio interés, infrinjan el principio de trato justo a sus clientes⁸¹.

Así mismo, ese enfoque institucional definido en la Ley 35, replicado por referencia en la Ley 964, ha impedido intervenir para regular comprensivamente la actividad de intermediación de valores en las diversas modalidades especializadas que la comprenden. En lugar de eso, la regulación se ocupa de los agentes en sus distintas capacidades, pero sin que señale estándares profesionales comunes⁸².

Otro tanto ocurre con otras actividades como la custodia de valores que, bajo la regulación actual, se atribuyó a los agentes fiduciarios especializados omitiendo la circunstancia de que el desarrollo del préstamo de valores exige capacidades propias de la licencia bancaria más acordes con las prácticas internacionales y que redundaría en una mayor profundidad y liquidez del mercado de capitales en general.

80. En el ecosistema de Asset Management es deseable incorporar los Hedge Funds y otros fondos de especulación.

81. Un aspecto central en la adopción del principio de justicia (fairness) respecto de las operaciones, productos o servicios ofrecidos por las entidades a sus clientes.

82. En sentido debe analizarse la capacidad de los establecimientos de crédito para participar como intermediarios para terceros en el mercado de deuda pública, función que actualmente no está autorizada porque esa operación corresponde al objeto social exclusivo previsto para las sociedades comisionistas de bolsa. Así mismo, conviene analizar, al amparo del nuevo esquema de intervención por actividades, la posibilidad de actuar como distribuidores (Dealers) en el mercado de acciones.

RECOMENDACIONES RELATIVAS A LA ESTRUCTURA DE MERCADO Y A LAS ACTIVIDADES COMO OBJETO DE LAS FACULTADES DE INTERVENCIÓN



La Comisión, a propósito de su entendimiento de la forma de intervención en las actividades del mercado de capitales, así como de la dicotomía observada y presente en su desarrollo legislativo, considera prioritario formular un conjunto de recomendaciones encaminadas a que se adopten las reformas necesarias para homogenizar el perímetro regulatorio con un enfoque funcional o por actividades.

La Comisión considera que, bajo ese enfoque, el Gobierno podrá regular integralmente los principios técnicos, estándares profesionales, requerimientos patrimoniales y prudenciales con arreglo a los cuales

se deban ejercer las actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquiera otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público, con independencia del mecanismo operación o servicio empleado para el efecto, así como de las entidades autorizadas que formen parte de la estructura del sistema financiero que se defina.

La Comisión, finalmente, estima que las recomendaciones deberán facilitar hacia adelante el licenciamiento modular de actividades homogéneas con lo cual se espera un ambiente de mayor competencia, profesionalismo y nuevos agentes.



1

Ampliación del perímetro regulatorio mediante la unificación de las facultades de intervención con enfoque funcional

i.

Debe promoverse una reforma legal que unifique el modelo de intervención del Estado en el sistema financiero para que, en adelante, las facultades se ejerzan respecto de las actividades del mercado de capitales, y no de las entidades, con estricta sujeción a lo dispuesto en la Constitución.

ii.

La ley en virtud de la cual se adopte el nuevo modelo de intervención del Estado en el sistema financiero, entre otros aspectos, debe conceder amplias facultades al Gobierno para

A

DEFINIR el contenido y alcance de las actividades financiera, bursátil y aseguradora y cualquiera otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público.

B

ESTABLECER los capitales mínimos (patrimonio técnico y/o relación de solvencia) y demás medidas patrimoniales aplicables en función de los riesgos inherentes a la prestación de las operaciones y servicios asociados a una misma actividad objeto de intervención, y en ningún caso, respecto del tipo de entidad autorizada a ejercer la actividad respectiva.

C

DEFINIR Y ESTABLECER los estándares, parámetros y requisitos económicos, técnicos, prudenciales y jurídicos para el desarrollo de cada una de las actividades objeto de intervención, así como de los instrumentos para determinar los incrementos regulatorios aplicables para la realización simultánea de actividades por los diversos agentes que se definan como homogéneos.

D

AUTORIZAR las diferentes operaciones o servicios correspondientes a una o varias actividades objeto de intervención a uno o varios tipos de entidades siempre que los riesgos inherentes a unas y otros sean compatibles y coherentes con los parámetros patrimoniales, técnicos, prudenciales y de solvencia definidos en consideración a la naturaleza de sus operaciones (*Licenciamiento Modular*)⁸³.

E

DEFINIR las operaciones o servicios asociados a una actividad objeto de intervención que pueden ser ejercidos por entidades no sujetas a vigilancia (supervisión estricta) siempre que unas y otros no impliquen, directa o indirectamente, o no tengan por objeto o efecto el manejo, aprovechamiento o inversión de recursos captados del público.

F

DEFINIR en forma expresa los casos en que una entidad vigilada, bajo su responsabilidad, puede contratar con terceros (sean o no vigilados) ciertos procesos del Back, Middle y Front Office, incluida la administración operativa de los sistemas de administración de riesgos, así como los requisitos, estándares, profesionales, características jurídicas, y demás aspectos relevantes exigibles.

G

DEFINIR la existencia de agentes no vigilados que desarrollen funciones que formen parte de las actividades reguladas, siempre que no impliquen, por objeto o efecto, la captación de ahorro del público, sin perjuicio de la inspección y control que deba practicarse.

H

DEFINIR las entidades obligadas a autorregularse, así como los casos en que, en virtud de esa obligación, quedarán excluidos de vigilancia estatal (supervisión estricta), sin perjuicio de la inspección y control que deba practicarse⁸⁴

I

DEFINIR Y ESTABLECER los estándares profesionales exigibles a cada actividad objeto de intervención, incluyendo, pero sin limitarse, al régimen de gobierno corporativo, uso de información privilegiada y conflictos de interés exigibles a las entidades autorizadas a desarrollarlas.

83. Por construcción el "licenciamiento modular" exige una revisión de los mecanismos de resolución en caso de toma de posesión para liquidación. Lo anterior en la medida que el ejercicio de esa atribución sería posible adoptarla respecto de la entidad vigilada o de alguna o algunas de las actividades que desarrolla cuando la problemática que suscita la intervención sólo sea atribuible a estas y no al conjunto de las que realiza una misma entidad.

83. Esta definición debe ser coherente con las decisiones que se adopten de conformidad con las Recomendaciones planteadas en los numerales 4 y 5 de la Sección I del Capítulo III.

Homogenización de estándares de la actividad de administración y gestión de activos

i.

La reforma legal que se promueva debe tener como uno de sus propósitos la homogenización de los estándares profesionales aplicables a la actividad de administración y gestión de activos de manera que facilite su evolución y potencie su desarrollo.

La reforma, en consecuencia, debe conceder amplia facultad al Gobierno para que intervenga y regule en forma simétrica la actividad de gestión de portafolios y de administración de recursos de terceros (*Asset Management*) con independencia de las entidades o agentes autorizados a ejercerla, así como de la especialización que se defina respecto del ahorro obligatorio.

ii.

El Gobierno, al intervenir y regular esta actividad, debe asegurar que los estándares profesionales, parámetros técnicos, prudenciales, jurídicos y regulatorios exigibles a los agentes autorizados sean consistentes con la naturaleza de los recursos gestionados o administrados, sin incorporar sesgos, asimetrías o barreras de entrada que perjudiquen o impidan efectivamente la competencia entre las firmas que cumplan la misma función económica respecto de la operación o servicio ofrecido a los inversionistas y consumidores.

iii.

El Gobierno, al intervenir y regular dicha actividad, debe promover la existencia de arquitecturas abiertas⁸⁵, precisando que las plataformas son responsables únicamente por la diligencia debida en la selección de los gestores y administradores profesionales de los recursos, fondos o portafolios y en ningún caso por los resultados económicos que están a cargo de estos últimos, sin perjuicio de los mecanismos que aseguren el adecuado respaldo patrimonial para cubrir errores y omisiones o fallas de conducta.

iv.

Es deseable que la regulación permita que el ahorro voluntario de mediano y largo plazo invertido en activos e instrumentos del mercado de capitales pueda ser administrado y gestionado por diversidad de *Asset Managers* para fomentar la competencia, en beneficio del mejor interés de ahorradores e inversionistas⁸⁶.

v.

Es deseable que los distintos agentes que conceptualmente desarrollan esta actividad (administradoras de fondos de pensiones y cesantías, entidades aseguradoras, sociedades fiduciarias, sociedades comisionistas de bolsa y sociedades administradoras de inversión), con independencia de cómo se defina hacia adelante la categoría o tipo de licencia habilitada, no estén restringidos por el tipo de operaciones y servicios que pueden ofrecer a los consumidores financieros (por ejemplo, fondos de pensiones voluntarias).

vi.

La regulación debe permitir que los agentes autorizados a desarrollar dicha actividad puedan delegar en terceros, en todo o en parte, las funciones asociadas a la gestión y administración, incluido el otorgamiento de mandatos de inversión con sujeción a estrictos estándares y parámetros de profesionalismo en virtud de los cuales el riesgo y responsabilidad que retengan estén circunscritos a la diligencia debida en la selección de los proveedores de los servicios, sean o no vigilados, así como el aseguramiento de las condiciones de servicio debidos, sin perjuicio de los mecanismos que aseguren el adecuado respaldo patrimonial para cubrir errores y omisiones o fallas de conducta.

vii.

La regulación debe establecer incentivos para promover que los agentes autorizados a desarrollar la actividad de gestión de activos y administración de recursos de terceros entreguen en custodia los instrumentos adquiridos para los portafolios con el propósito de salvaguardar los derechos de los inversionistas⁸⁷.

85. La promoción de arquitecturas abiertas supone que la regulación imponga como obligatorio que las entidades ofrezcan no solo los productos propios, sino que se analicen y consideren los ofrecidos por terceros. Esa obligación, por demás, es consecuencia del principio de trato justo (*fairness*), en particular cuando las entidades hacen parte de un Conglomerado o Holding Financieros. Regulaciones similares, además, son un estándar en los países miembros de la OCDE.

86. En tanto el tratamiento regulatorio y tributario sea simétrico para el ahorro de mediano y largo plazo, lo deseable es que todos los agentes del sistema financiero puedan administrarlo, en lugar de restringirlo a fondos de pensiones voluntarias. Véase, además, la Sección VIII del Capítulo III.

3

Homogenización de estándares de la actividad de intermediación de valores

i.

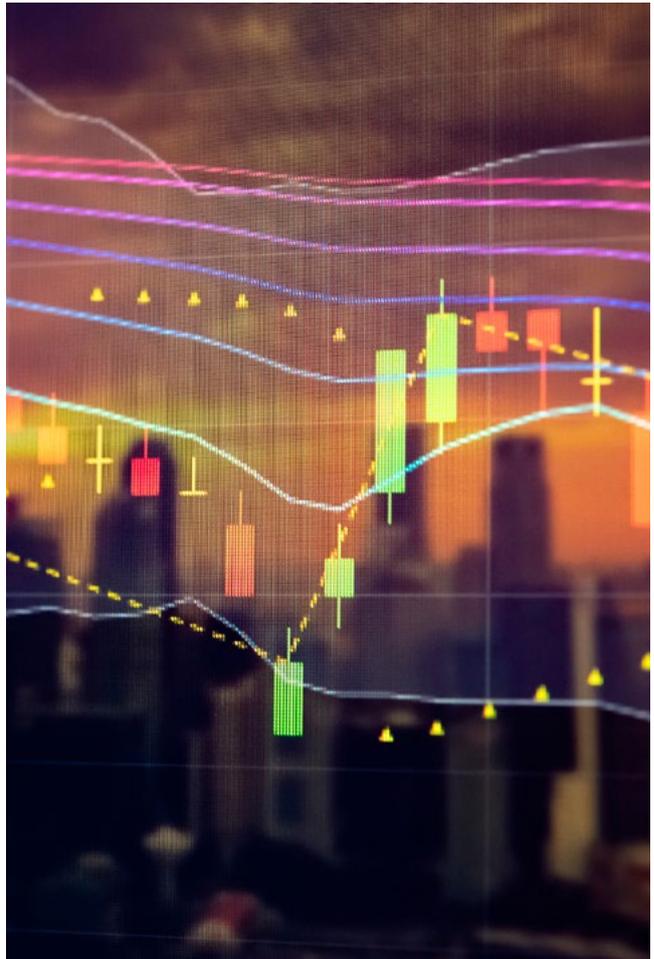
La reforma legal que se promueva debe tener como uno de sus propósitos la homogenización de los estándares profesionales aplicables a la actividad de intermediación en valores, en sus diversas modalidades, de manera que facilite su evolución y potencie su desarrollo.

ii.

La reforma, en consecuencia, debe conceder amplia facultad al Gobierno para que intervenga y regule en forma simétrica la actividad de intermediación en valores con independencia de las entidades o agentes autorizados a ejercerla, así como permitir su especialización según la clase de operaciones y servicios ofrecidos por agentes vigilados y no vigilados.

iii.

La regulación debe considerar que la actividad de intermediación de valores es crucial para el desarrollo del mercado de manera que permita la especialización natural entre los diversos agentes que participan en la misma.



4

La actividad de intermediación de valores debe admitir diversidad de agentes en el mercado (Asesores Independientes, Asesores de Inversión, Intermediarios para Terceros, e Intermediarios Distribuidores) de manera que la regulación y supervisión sea diseñada según su respectiva función económica

i.

La actividad de intermediación de valores, en su regulación y supervisión, debe admitir la presencia de diversos agentes, tales como Asesores Independientes, Asesores de Inversión, Intermediarios para Terceros, e Intermediarios Distribuidores.

ii.

La regulación y supervisión de la actividad de intermediación de valores debe distinguir la función económica que desempeñan los diversos agentes que participan como intermediarios en el mercado, teniendo en cuenta los siguientes lineamientos:

A

Asesores Independientes (*Independent Advisors*), cuya función exclusiva consista en (i) analizar alternativas de inversión, (ii) formular recomendaciones independientes, y (iii) servir de agente de entidades vigiladas que desarrollen las actividades de administración de recursos de terceros (*Asset Managers*) y/o de intermediación para terceros (*Brokers*).

Los Asesores Independientes, en consecuencia, deben someterse a la supervisión exclusiva de un organismo de autorregulación, así como a inspección y control estatal, pero no a su vigilancia, en los términos que sean previstos en la regulación.

La actividad de intermediación de valores debe admitir diversidad de agentes en el mercado (Asesores Independientes, Asesores de Inversión, Intermediarios para Terceros, e Intermediarios Distribuidores) de manera que la regulación y supervisión sea diseñada según su respectiva función económica

B

Asesores de Inversión (Independent Financial Advisors / Family Offices) cuya función exclusiva consista en la estructuración para terceros de portafolios de inversión cuya ejecución corresponda a entidades vigiladas que desarrollen las actividades de administración de recursos de terceros (Asset Managers) y/o intermediarios para Terceros (Broker).

Los Asesores de Inversión, en consecuencia, deben someterse a la supervisión exclusiva de un organismo de autorregulación, así como a inspección y control estatal, pero no a su vigilancia, en los términos previstos en la regulación.

C

Intermediarios para Terceros (*Brokers*) cuya función exclusiva consista en (i) la asesoría y ejecución de operaciones para terceros, o (ii) en la simple ejecución de operaciones para terceros.

Los Intermediarios para Terceros, en consecuencia, deben quedar sometidos exclusivamente a inspección, control y vigilancia estatal.

D

Intermediarios Distribuidores (*Dealers*) cuya función exclusiva consista en (i) adquirir para sí, como intermediarios en valores, con cargo exclusivamente a recursos propios, y (ii) servicios de sólo ejecución de operaciones para terceros.

Los Intermediarios Distribuidores, en consecuencia, deben quedar sometidos exclusivamente a inspección, control y vigilancia estatal.

iii.

Las operaciones y servicios realizados por todos los distintos tipos de agentes autorizados a ejercer la actividad de intermediación deben ser regulados asumiendo que son profesionales del mercado de capitales, bajo estrictos estándares profesionales, prudenciales y patrimoniales asociados a los riesgos inherentes a la función económica que desempeñan, así como a la responsabilidad que asumen frente a sus clientes.



Facultades para el fortalecimiento integral del gobierno corporativo

i.

La reforma legal que se promueva debe tener como uno de sus propósitos el fortalecimiento del gobierno corporativo de todos los agentes que participen en el mercado de capitales, de manera que se asegure la transparencia, independencia y profesionalismo individual de las entidades vigiladas, siguiendo el enfoque previsto para los Holdings y Conglomerados Financieros.

ii.

Las facultades deben ser amplias de manera que permitan regular y establecer los más exigentes estándares de gobierno corporativo que aseguren la efectiva independencia de funcionarios, órganos e instancias de decisión en materia de gestión de riesgos, asignación estratégica de inversiones, así como en su adquisición y enajenación respecto de las actividades de administración y gestión de activos e intermediación en valores.

iii.

La regulación debe establecer principios inequívocos en virtud de los cuales las áreas de riesgo e inversiones de las entidades que tengan autorizadas las actividades de gestión de activos, administración de portafolios, e intermediación de valores gocen de plena independencia en la toma de decisiones relativas a la selección, adquisición y liquidación de los activos bajo gestión, así como mecanismos que aseguren la efectiva alineación de intereses con los ahorradores e inversionistas.

La Comisión, a propósito de su entendimiento de la forma de intervención en el sistema financiero, y en particular del enfoque funcional establecido en la Constitución, así como de la dicotomía en su desarrollo legislativo, considera prioritario formular un conjunto de recomendaciones encaminadas, todas a una, a que se adopten las reformas necesarias para homogeneizar el perímetro regulatorio con un enfoque funcional.

88. Ley 964 de 2005 por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones.

ca en la medida que los sujetos pasivos de la intervención son las empresas de objeto social especializado y exclusivo que desarrollan operaciones relativas a las actividades del mercado de capitales⁸⁹.

Pese a tales fricciones, la Ley 964 establece un perímetro regulatorio relativamente amplio que tiene como ejes el concepto de “valor” y las *actividades* relativas al *manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público mediante valores*, ámbito al amparo del cual surgen diversas posibilidades que no han sido desarrolladas.

Lo anterior porque la definición de *mercado de valores* prevista en la Ley 964, a diferencia de la legislación derogada (Ley 32 de 1979), tiene un ámbito regulatorio significativamente más amplio tanto por la capacidad para incorporar, mediante regulación, diversas clases de instrumentos que califiquen como *valores*⁹⁰, así como para identificar y regular nuevas *actividades* que



La Comisión considera que, bajo ese enfoque el Gobierno podrá regular integralmente los principios técnicos, estándares profesionales, requerimientos patrimoniales y prudenciales con arreglo a los cuales se deban ejercer las actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquiera otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público, con independencia del mecanismo, operación o servicio empleado para el efecto, y de las entidades autorizadas que formen parte de la estructura del sistema financiero que se defina.

La Comisión, finalmente, estima que las recomendaciones deberán facilitar hacia adelante el licenciamiento modular de actividades homogéneas con lo cual se espera un ambiente de mayor competencia, profesionalismo y nuevos agentes.

2.2 PERÍMETRO REGULATORIO DEL MERCADO NO INTERMEDIADO

La forma de intervención del Estado en el mercado de valores o no intermediado ha sido desarrollada por la Ley 964 de 2005⁸⁸ bajo una *enfoque funcional* que, si bien guarda una mejor alineación con lo dispuesto por la Constitución, presenta defectos que deben ser corregidos.

Como se anotó en otra Sección de este Informe, el *enfoque funcional* para el mercado de valores está permeado por, y en constante fricción con, lo dispuesto en la Ley 45 de 1990 que define la estructura del sistema financiero bajo una orientación *orgáni-*

89. En ese sentido, por ejemplo, las restricciones impuestas a las facultades de intervención en la Ley 964 de 2005, en el artículo 4, literal b, inciso final en cuanto dispone que “en desarrollo de la facultad prevista en este literal el Gobierno Nacional no podrá autorizar a las entidades vigiladas por la Superintendencia Bancaria y la Superintendencia de la Economía Solidaria, operaciones que correspondan al objeto exclusivo de entidades sujetas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia de Valores”.

90. Ley 964 de 2005, artículo 4°. Intervención en el mercado de valores. Conforme a los objetivos y criterios previstos en el artículo 1° de la presente ley, el Gobierno Nacional intervendrá en las actividades del mercado de valores, así como en las demás actividades a que se refiere la presente ley, por medio de normas de carácter general para: ...b) Establecer la regulación aplicable a los valores, incluyendo, el reconocimiento de la calidad de valor a cualquier derecho de contenido patrimonial o cualquier instrumento financiero, siempre y cuando reúnan las características previstas en el inciso 1° del artículo 2° de la presente ley; lo relativo a las operaciones sobre valores, la constitución de gravámenes o garantías sobre los mismos u otros activos con ocasión de operaciones referidas a valores y su fungibilidad; la emisión de los valores; la desmaterialización de valores; la promoción y colocación a distancia de valores; las ofertas públicas, sus diversas modalidades, las reglas aplicables, así como la revocabilidad de las mismas; y la determinación de las actividades que constituyen intermediación de valores.

constituyan *manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público mediante valores*⁹¹, aspectos que implican una amplia facultad para definir la organización del mercado.

Con todo, una de las tareas que deben enfrentarse, junto con lo expresado en este Informe a propósito de la estructura del mercado, es homologar las facultades de intervención del Gobierno bajo un enfoque funcional que tenga por objeto las actividades del mercado de capitales (esto es, tanto en el canal intermediado como no intermediado) en lugar del orgánico o de las empresas que las ejercen previa autorización del Estado.

En línea con lo señalado sobre el ámbito de las facultades de intervención previstas en la Ley 964 a propósito de las actividades cabe señalar que uno de los aspectos que no ha sido capitalizado por el Gobierno es el relacionado con *la emisión y oferta de valores*⁹² que, al no estar expresamente circunscrito a la oferta pública, admitiría dictar regulación encaminada a establecer nuevas modalidades y mecanismos que contribuyan a la diversificación de la oferta de instrumentos y riesgos transables en el mercado regulado.

Ese efecto, quizás bajo la influencia de los objetivos prudenciales para el ejercicio de las facultades de intervención (i.e. *protección de los derechos de los inversionistas y prevención del riesgo sistémico*⁹³) se ha dado continuidad a la idea de considerar que el mercado de valores está circunscrito a lo que se negocia de forma “*pública*” conforme lo establecía la legislación derogada por la Ley 964.

En esa dirección, entonces, la regulación únicamente ha considerado la existencia de una sola modalidad de *emisión y oferta de valores*: la pública⁹⁴.

Así las cosas, la emisión y oferta de valores, por regla general, está condicionada al cumplimiento de procedimientos administrativos de inscripción de emisores y emisiones, autorización previa de la oferta y el prospecto, así como a la revelación de información estándar que, en sí misma, no aporta valor agregado al mercado de capitales.

En esas condiciones, la actual organización del mercado, concebido como público, apenas considera una diferencia regulatoria marginal entre el “*Mercado Principal*” y el

“*Segundo Mercado*”, a tal punto que emisores tradicionales que participan en aquél han optado por acudir también a este, pero sin que, en conjunto, el mercado haya experimentado un crecimiento en el número emisores y emisiones.

Paralelo a lo expresado, la creencia generalizada según la cual el cumplimiento de altos estándares para acceder al mercado de valores imponen costos tales que disuaden a las firmas de ingresar al mercado, ha conducido a la adopción de medidas que tienden a relajar el profesionalismo⁹⁵ con que debe enfrentarse la captación de recursos del público mediante valores por parte de emisores (sus administradores y accionistas) y especialistas que colaboran con ellos en la preparación, estructuración y colocación de instrumentos en el mercado como son las bancas de inversión, los auditores y abogados.

Esas medidas, en cierta forma, pierden de vista que la efectiva protección de los inversionistas tiene como pilar fundamental la exigencia de un alto grado de responsabilidad profesional a quienes participan como emisores, bancos de inversión, firmas de auditoría y abogados en el proce-

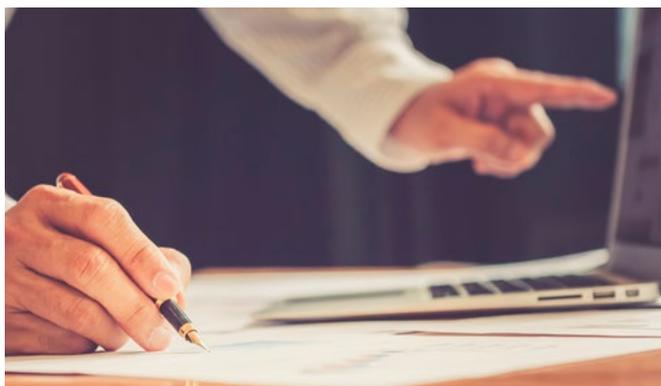
91. Artículo 4. Intervención en el mercado de valores. Conforme a los objetivos y criterios previstos en el artículo 1° de la presente ley, el Gobierno Nacional intervendrá en las actividades del mercado de valores, así como en las demás actividades a que se refiere la presente ley, por medio de normas de carácter general para: a) Determinar las actividades que, en adición a las previstas en la presente ley, hacen parte del mercado de valores por constituir manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público mediante valores, así como establecer su regulación. Igualmente, establecer la regulación aplicable a las actividades del mercado de valores señaladas en las normas vigentes.

92. Véase, Ley 964 de 2005, art. 3, literal j.

93. Véase, Ley 964 de 2005, art. 1, a.1 y a.3.

94. No obstante, existen déficits de protección que sufren los inversionistas en el mercado. Uno de ellos, que puede imponerse a propósito de la regulación de la actividad de emisión y oferta de valores es el “*proxy voting*”, que es un estándar internacional en el funcionamiento de los órganos de toda sociedad que cotiza sus acciones en bolsa y demás emisores de valores respecto de las decisiones que pueden adoptar los inversionistas reunidos en asambleas.

95. Ejemplo de estas son, entre otras, los denominados prospectos tipo o simplificados.





“

Asimetrías como la colección de **información** de los demandantes de capital pueden traer diferencias entre los dos **mercados.**”

so de debida diligencia encaminado a revelar los riesgos de todo orden que respecto del emisor y la emisión correrán quienes decidan adquirir los valores, revelación que debe ser veraz, exacta, sincera y de buena fe exenta de culpa⁹⁶.

Lo anterior porque, al fin y al cabo, si la revelación cumple los más exigentes parámetros, el inversionista deberá soportar las consecuencias patrimoniales de sus decisiones. En caso contrario, cuando la revelación no haya cumplido en forma y sustancia con los estándares exigibles, el emisor y sus asesores deben responder solidariamente ante los inversionistas por los perjuicios causados para lo cual es necesario prever mecanismos judiciales expeditos.

Lo complejo, sin embargo, es que pese a las diferentes modificaciones incorporadas respecto de la organización y funcionamiento del escenario regulado, el mercado de valores no logra erigirse para las firmas en una alternativa competitiva frente al mercado intermediado, siendo esto más dramático para el caso de las pequeñas y medianas empresas o los emprendimientos emergentes que sólo tienen como opción de financiamiento el canal bancario en comparación con firmas de gran tamaño o vinculadas con grupos empresariales o conglomerados financieros que pueden escoger entre el mercado local o los mercados de capitales internacionales.

De otro lado, si bien en el último año el Gobierno y la Superintendencia Financiera han tomado medidas encaminadas a reducir los costos de los procedimientos de inscripción y autorización de la emisión y ofer-

ta de valores, dado el énfasis que algunos han puesto en que aquellos se erigen como barreras de acceso para medianas y pequeñas firmas, lo cierto es que la reducción de términos y derechos de inscripción no han tenido impacto significativo.

En consideración de lo expresado, la Comisión considera necesaria la reorganización del Mercado de Valores en tres segmentos que permitan distinguir con nitidez cuáles activos financieros pueden ser adquiridos por cualquier individuo (el *Mercado Público*), cuáles sólo por algunos inversionistas calificados (el *Mercado Privado*), y uno tercero – que conceptualmente hace parte del anterior – orientado exclusivamente a las pequeñas y medianas empresas y en el que pueden participar como inversionistas un conjunto ampliado de inversionistas calificados.

En ese contexto, el *Mercado Público* busca sustituir el actual “*Mercado Principal*” pero con modificaciones orientadas a sembrar estándares más exigentes para la emisión y oferta de toda clase de valores debido a que la premisa en su estructuración es que cualquier individuo, sin consideración a su conocimiento y educación financiera, pueda adquirirlos. Bajo ese parámetro, la intervención del supervisor para autorizar la emisión y la oferta dirigida al público en general está plenamente justificada, así como la mayor exigencia en la medida que los emisores que opten por ingresar a ese mercado, por construcción, tendrán acceso a mayor liquidez y profundidad.

A su turno, el *Mercado Privado* busca sustituir el actual “*Segundo Mercado*” pero con dos modificaciones sustanciales: la pri-

mera consiste en que las emisiones pueden ser adquiridas en su totalidad por uno o más *Inversionistas Calificados*⁹⁷, y la segunda que la emisión no requerirá autorización previa del supervisor, aun cuando sí su registro. Funcionalmente, este canal debe permitir que cualquier sociedad (aún las inscritas en el *Mercado Público*) encuentre en el mercado de valores una fuente alternativa al crédito bancario a condición de que cumpla con el estándar que los inversionistas profesionales exijan⁹⁸. Por construcción, el *Mercado Privado* debe regularse para que las empresas puedan elegir en condiciones competitivas y contestables entre los beneficios del crédito bancario y el mercado de bonos⁹⁹.

Finalmente, como un escalón del Mercado Privado, debe establecerse un tercer segmento para atender exclusivamente a las pequeñas y medianas empresas cuya emisión no supere las 584 mil UVT (aproximadamente \$20 mil millones), denominado *Mercado Balcón* que, por construcción, está diseñado para servir de canal alternativo al crédito bancario en el que las empresas puedan encontrar la oportunidad de acceder en condiciones flexibles al mercado de valores para obtener financiamiento en un escenario de com-

96. Cabe indicar que una revelación de los riesgos profesional, veraz, íntegra y de buena fe supone un examen sincero de las implicaciones contables, financieras y legales cada una de las materias que orgánica y funcionalmente expliquen la empresa particular que se desarrolla. En ese sentido, la revelación sincera conlleva un examen y entendimiento integral la empresa tanto desde la perspectiva corporativa como sectorial o de industria que permitan explicar íntegramente las implicaciones particulares que, en su conjunto, tienen los riesgos para un determinado emisor y emisión.

97. Para esos efectos, es necesario incorporar una nueva definición sobre Inversionistas Profesionales que incluya como Inversionistas Calificados a: (a) fondos de pensiones obligatorias, fondos de pensiones voluntarias y fondos de cesantías; (b) fondos o patrimonios públicos vinculados a la seguridad social; (c) reservas técnicas de entidades aseguradoras y sociedades de capitalización; (d) fondos de inversión

colectiva cuyo reglamento lo autorice; (e) fondos de capital privado cuyo reglamento lo autorice; (f) fondos mutuos de inversión; (g) fondos de capital extranjero; (h) profesionales del mercado de valores con certificación vigente; (i) inversionistas profesionales; (j) personas naturales o jurídicas sin residencia en Colombia; (k) intermediarios de valores (Brokers y Dealers); (l) gobiernos extranjeros y entidades multilaterales de crédito; y (m) entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera según lo autorice su respectivo régimen legal.

98. Conceptualmente, el Mercado Privado, con los ajustes propios del arreglo institucional colombiano, debe emular en lo posible las reglas particulares del mercado de Private Placement americano.

99. Sin perjuicio de que pueda también acudir al Mercado Privado para emitir otra clase de instrumentos como las acciones, que en ningún caso pueden formar parte del Mercado Público.



100. Véase Ley 1955 de 2019, Artículo 162. Emisiones para pequeñas y medianas empresas. El Gobierno nacional creará un modelo de emisiones de acciones e instrumentos de crédito, hasta 584.000 Unidades de Valor Tributario (UVT) por cada emisor, para pequeñas y medianas empresas, en el cual se establecerán condiciones que faciliten su proceso de emisión. Así mismo, serán negociados a través de un sistema autorizado por la Superintendencia Financiera de Colombia, al cual concurrirán inversionistas y emisores, para efectuar operaciones primarias y secundarias de compra y venta. El Gobierno nacional reglamentará la materia.



petencia contestable. Este segmento se plantea como una forma de implementar ordenada e institucionalmente lo establecido en el Plan Nacional de Desarrollo 2018-2022¹⁰⁰.

La Comisión tiene conciencia respecto del riesgo que puede implicar una reorganización como la planteada, en particular que el Mercado Privado termine por desplazar al Público en importancia y tamaño si se tiene presente que aquél puede ser más flexible en términos de acceso.

Sin embargo, la evidencia enseña que el número de emisores y emisiones (tanto en acciones como en bonos y otros instrumentos de deuda) se ha reducido considerablemente en la última década aún bajo la organización actual del mercado de valores.

Bajo esa premisa, la Comisión estima que la reorganización planteada persigue interesar a los empresarios en las bondades del mercado de valores por la vía de transformarlo en un canal alternativo que pueda competir frente al canal del crédito bancario. Si la flexibilización que se incorpora con la creación del Mercado Privado logra capturar la atención de nuevos emisores, lo previsible es que paulatinamente en el tiempo se vayan formando la cultura y capacidades requeridas para perseguir mayor una liquidez, profundidad y menos costo financiero mediante su ascenso al Mercado Público.

Con otras palabras, la Comisión entiende que el acceso al Mercado Público debe corresponder a un proceso, progresivo y voluntario, antes que a un relajamiento de las reglas aplicables a este.

De otro lado, en contraste con lo expresado la evidencia enseña además que el apetito de riesgo tanto de *clientes inversionistas* como de *inversionistas profesionales* está fuertemente influenciado por la existencia de normas que inhiben la toma de riesgo como se estudiará la Sección III de este Capítulo III.

Con todo, cabe decir por ahora que la regulación del mercado no intermediado ha sido concebida bajo un enfoque excesivamente proteccionista tanto respecto de los *clientes inversionistas*, que alude al público en general, como de los *inversionistas profesionales*, que incluye a institucionales y especuladores, a tal extremo que es-

tos últimos pueden solicitar las protecciones concebidas para aquellos, inhibiendo la toma de riesgos, la innovación y degradando la responsabilidad que a cada cual cabe al tiempo de la toma de decisiones económicamente informadas respecto de la adquisición y enajenación de los instrumentos disponibles en el mercado regulado.

En ese sentido la Comisión llama la atención sobre la importancia que debe tener en la regulación la fijación de estándares que hagan efectiva la *disciplina de mercado* como principio fundamental en virtud de la cual los participantes (emisores, intermediarios, auxiliares e inversionistas) cuenten con fuentes adecuadas de información e incentivos financieros apropiados para recompensar a las empresas bien administradas y mecanismos para que los inversionistas no puedan eludir las consecuencias de sus decisiones.

Bajo esa óptica la regulación debería inclinarse por adoptar una organización y estándares encaminados a permitir la toma de riesgos en un ambiente verdadera y sinceramente informado que facilite la negociación transparente de toda clase de valores por, y para, todos los inversionistas bajo, se insiste, la condición de que no puedan eludir las consecuencias informadas de sus decisiones.

Mientras no se cambie el enfoque regulatorio que privilegie un arreglo de incentivos orientado a premiar la disciplina de mercado, será difícil esperar una dinámica diferente en la oferta de instrumentos y en la clase de riesgos que pueden ser transados en el mercado de valores, disminuyendo la dependencia de las firmas respecto del canal bancario.

En contraste con lo anterior, la existencia de instrumentos y riesgos disponibles en los mercados no regulados es creciente (i.e. libranzas, factoring, etc.), en cuanto son transados a la luz del día por toda clase de inversionistas en un ambiente de desprotección absoluta de sus derechos y prescindiendo de quienes sí estarían en mejor posición de analizarlos y asignarles precio (i.e. inversionistas profesionales), más cuando el tamaño de esos mercados es significativo y puede incubar riesgos sistémicos para la economía en su conjunto.

Así mismo, la organización del mercado ha frenado la formalización de mecanismos institucionales para el financiamiento de las empresas en sus necesidades de inversión y crecimiento hacia escalas mayores, privando a los inversionistas de la posibilidad de toma de riesgos en un ambiente controlado respecto de emisores e instrumentos diversificados que les permita una asignación más eficiente del ahorro hacia la inversión en instrumentos con relaciones riesgo / retorno más coherentes con la función objetivo que persigan según su naturaleza y apetito.

Por otra parte, la inapropiada distribución de cargas regulatorias entre quienes participan en el proceso de emisión y colocación de valores no favorece a los inversionistas.

En efecto, el enfoque regulatorio actual no precisa, como es deseable bajo parámetros internacionales, cuál es el estándar profesional que asumen emisores y los asesores

contables, financieras y legales en cada una de las materias que orgánica y funcionalmente expliquen la empresa particular que se desarrolla.

En ese sentido, la revelación sincera conlleva un examen y entendimiento integral de la empresa tanto desde la perspectiva corporativa como sectorial o de industria que permitan explicar íntegramente las implicaciones particulares que, en su conjunto, tienen los riesgos para un determinado emisor y emisión, aspectos que si son adecuadamente revelados permitirán a los inversionistas formarse una opinión seria y tomar una decisión informada que les impida eludir las consecuencias de sus decisiones.

Lo anterior, por construcción, implica que la responsabilidad que tienen los emisores (incluidos sus controlantes o accionistas significativos), así como sus administradores (incluidos miembros de comités de auditoría y gobierno corporativo), las

firmas de auditoría o revisoría fiscal y abogados (firmas o personas individuales), y el banco de inversión que actúe como estructurador y/o colocador de la emisión (así como los comités de riesgo que aprueben la documentación relativa a la oferta de valores, y sus asesores) deba ser más exigente respecto de los procesos de debida diligencia y estructuración.

En ese contexto, la regulación debe encaminarse a señalar estándares de debida diligencia y profesionalismo, con independencia del segmento mercado, que enfatice en la responsabilidad que los indicados sujetos tienen, así como la obligación de responder en forma solidaria por la veracidad, exactitud, integridad, sinceridad, y buena fe exenta de culpa de cualquier información o declaración que forme parte de los documentos del proceso de emisión, incluyendo, pero sin limitarse a, los riesgos, las contingencias y cualquier otro aspecto relevante relativo al emisor, la emisión, las garantías o colaterales y los valores de la oferta, así como de los errores u omisiones materiales.



101. En general, por asesores se entienden al conjunto de personas o firmas contratados por los emisores para la estructuración de una emisión. En ese sentido, están comprendidos: los bancos de inversión (sean vigilados o no), los auditores o revisores fiscales, y los abogados.

La ausencia de un régimen como el propuesto, en la práctica, implica un déficit de protección que afecta por igual a inversionistas e intermediarios en la medida que el grado de confianza en quienes participan en los procesos de emisión y colocación es reducido, déficit que no se supera con la necesidad de una autorización estatal de la oferta de valores, sino con regulación precisa que establezca estándares profesionales similares a los previstos por los sanos usos y prácticas internacionales del mercado de valores.

res¹⁰¹ que los acompañan en los procesos de emisión, oferta y colocación de valores ni el grado de responsabilidad que asumen frente a los inversionistas en relación con la calidad de la información contenida en los documentos de la emisión.

En sentido es necesario que en desarrollo de las facultades de intervención de la actividad de emisión y oferta de valores se establezcan estándares más exigentes en los procesos de estructuración y debida diligencia encaminados a que la revelación de información financiera y no financiera sea veraz, íntegra y de buena fe en cuanto supone el examen sincero de las implicacio-



RECOMENDACIONES RELATIVAS AL PERÍMETRO REGULATORIO DEL MERCADO NO INTERMEDIADO

La Comisión, a propósito de su entendimiento del ámbito de las facultades de intervención del Gobierno en el mercado de valores o no intermediado, considera que existe un amplio margen para desarrollar en forma íntegra y comprensiva *la actividad de emisión y oferta de valores*, de manera que todo tipo de emisores (además de los tradicionales), emisiones (no sólo las de mediano y gran tamaño), riesgos (incluido el *high yield*), intermediarios e inversionistas (i.e. entre otros, *hedge funds*, dealers, nacionales o extranjeros, etc.), tengan cabida en el mercado de valores local.

La Comisión, sin embargo, llama la atención en el sentido de que es necesario adelantar reformas a la Ley 964 para ajustarlas completamente al enfoque funcional previsto en la Constitución, en armonía con lo planteado a propósito de las recomendaciones contenidas en la Sección II del Informe Final.

10 2. Ley 1955 de 2019, Artículo 162. Emisiones para pequeñas y medianas empresas. El Gobierno nacional creará un modelo de emisiones de acciones e instrumentos de crédito, hasta 584.000 Unidades de Valor Tributario (UVT) por cada emisor, para pequeñas y medianas empresas, en el cual se establecerán condiciones que faciliten su proceso de emisión. Así mismo, serán negociados a través de un sistema autorizado por la Superintendencia Financiera de Colombia, al cual concurrirán inversionistas y emisores, para efectuar operaciones primarias y secundarias de compra y venta. El Gobierno nacional reglamentará la materia.

1

La regulación de la actividad de emisión y oferta de valores debe reconocer las diferentes modalidades para una distinta organización del mercado de valores

i.

En ejercicio de las facultades de intervención en *la actividad emisión y oferta de valores* (Ley 964 de 2005, art. 3-a) es conveniente establecer y regular diversas modalidades y mecanismos que distingan entre los emisores que califican para participar en cada uno de los segmentos del mercado de valores (como se definen más adelante) y la clase de inversionistas que pueden adquirir y/o negociar un determinado instrumento financiero.

ii.

La regulación debe establecer marcadas y apreciables diferencias entre el Mercado Público [cuya denominación actual es "*Mercado Principal*"] y el Mercado Privado [denominado actualmente "*Segundo Mercado*"].

iii.

La regulación, adicionalmente, debe establecer y regular una segunda modalidad para el mercado no regulado, que se denominará en adelante "*Mercado Balcón*", para responder a lo dispuesto en el Plan Nacional de Desarrollo 2018 – 2022¹⁰².

1

La regulación de la actividad de emisión y oferta de valores debe reconocer las diferentes modalidades para una distinta organización del mercado de valores

iv.

La regulación, tanto para el “*Mercado Público*” como para el “*Mercado Privado*” (incluido el “*Mercado Balcón*”), debe aumentar los estándares de profesionalismo, debida diligencia y responsabilidad exigibles a los emisores (y sus controlantes o accionistas relevantes), sus administradores (incluidos los miembros de la junta directiva que sean miembros de los comités de auditoría y gobierno corporativo), las firmas de auditoría o revisoría fiscal, los abogados (sean firmas o personas individuales), y al banco de inversión que sea el estructurador y/o colocador de la emisión (incluidos los comités internos de riesgo que aprueben la documentación relativa a la oferta de valores, y las firmas de auditoría y abogados - sean firmas o personas individuales - que participen en el proceso de emisión).

v.

La regulación que se expida respecto de los estándares de debida diligencia y profesionalismo, con independencia del segmento de mercado, debe enfatizar que los indicados sujetos respondan solidariamente con el emisor por la veracidad, exactitud, integridad, sinceridad, y buena fe exenta de culpa de cualquier información o declaración que forme parte de los documentos del proceso de emisión, incluyendo, pero sin limitarse a, los riesgos, las contingencias y cualquier otro aspecto relevante relativo al emisor, la emisión, las garantías o colaterales y los valores de la oferta, así como de los errores u omisiones materiales.

vi.

Es deseable que una reforma legal establezca mecanismos en virtud de los cuales los inversionistas puedan reclamar, en sede judicial, pero a través de la Superintendencia Financiera, la responsabilidad patrimonial de emisores y asesores en los procesos de emisión cuando se hayan incumplido los estándares exigibles de revelación.

2

Reorganización del Mercado Principal, en adelante Mercado Público

i.

El *Mercado Público* debe ser regulado para acoger, exclusivamente, a los emisores que estén en capacidad de cumplir ante la Superintendencia Financiera los más exigentes estándares internacionales para la emisión y ofrecimiento de valores entre el público en general, incluyendo, pero sin limitarse a, estrictas normas de gobierno corporativo, revelación, manejo y administración de conflictos de interés e información privilegiada, así como de suministro al mercado de información financiera y no financiera con cortes trimestrales y de forma eventual frente a hechos relevantes, sin que en este último caso la enumeración sea taxativa.

ii.

La regulación que se expida para el *Mercado Público*, en desarrollo de la facultad de intervención en la actividad de emisión y oferta de valores, debe sujetarse a los principios enumerados a continuación:

A

Prever la existencia en el Sistema de Información del Mercado de Valores - SIMEV de un *Registro Público de Emisores y Valores*, así como exigir la inscripción previa a los emisores que pretendan acceder a dicho mercado para emitir mediante oferta de valores pública [en adelante “*Oferta Pública*”];

B

Establecer condiciones objetivas y diferenciales en la revelación de información, según el más alto estándar internacional, entre las emisiones de instrumentos de deuda y de capital de manera tal que resulten ser más exigentes las relativas a estas últimas incluyendo los aspectos esenciales de gobierno corporativo;

C

Elevar y fortalecer los estándares de debida diligencia, profesionalismo y responsabilidad de los emisores (y sus controlantes o accionistas relevantes), los administradores (incluidos los miembros de la junta directiva, en particular de los comités de auditoría y gobierno corporativo), las firmas de auditoría o revisoría fiscal, los abogados (sean firmas o personas individuales), y al banco de inversión que sea el estructurador y colocador de la emisión (incluidos los comités internos de riesgo que aprueben la documentación relativa a la oferta de valores, y las firmas de auditoría y abogados - sean firmas o personas individuales - que participen en el proceso de emisión), así como el contenido de las certificaciones que deben expedirse y ser incluidos en el *Prospecto de Información* y/o la *Oferta Pública*;



2

Reorganización del Mercado Principal, en adelante Mercado Público

D

Establecer el contenido del Prospecto de Información y de la Oferta Pública, así como los demás requisitos que deben cumplirse para obtener la autorización previa de la Superintendencia Financiera para su comunicación. La regulación, en ningún caso, podrá establecer "*prospectos tipo o simplificados*" en el Mercado Público;

E

Establecer condiciones objetivas para calificar cuándo un emisor es recurrente, y sobre esa base excluirlo de tramitar autorización previa de la Oferta Pública, a condición de que el emisor se encuentre en cumplimiento de toda la regulación del Mercado Público;

F

Establecer que las emisiones de instrumentos de capital deban estar inscritas en al menos una bolsa de valores nacional y señalar un mínimo de desconcentración en la propiedad que puede alcanzarse mediante una o más Ofertas Públicas dentro de un periodo determinado. La inscripción de acciones en las bolsas de valores locales impondrá al emisor la obligación simultánea de formular una Oferta Pública Inicial - OPI en el mismo mercado;

G

Establecer que la Oferta Pública esté dirigida a cualquier inversionista (sin consideración a su experiencia, nacionalidad, residencia, calidades, patrimonio, etc.), y en consecuencia exigir a los emisores la revelación plena de información periódica y eventual;

H

Establecer la posibilidad de que las emisiones de deuda puedan o no estar inscritas en una bolsa de valores o en un sistema de cotización y registro de valores. Sin embargo, la regulación deberá permitir que cualquier intermediario pueda negociarlas a través del canal organizado (bursátil) o no organizado (extrabursátil - OTC) para toda clase de inversionistas e intermediarios, incluidos los que califiquen como Broker o Dealer;

I

Establecer que los instrumentos de deuda deban estar calificados por una agencia calificadora de riesgos, obligar su divulgación al mercado al tiempo de la colocación y asegurar su renovación durante la vigencia de la emisión; y

J

Establecer que las emisiones inscritas (deuda o capital) en el Mercado Público o Principal no puedan simultáneamente ser negociadas en los demás segmentos.

Reorganización del Segundo Mercado, en adelante Mercado Privado (Private Placement)

i.

El *Mercado Privado* debe ser regulado para acoger, exclusivamente, las emisiones que se coloquen mediante Oferta de Valores [en adelante, “Oferta Privada”] dirigida a “Inversionistas Calificados”. En consecuencia, no podrán ser inscritas ni negociadas en otros segmentos del mercado de valores.

ii.

En el *Mercado Privado* pueden emitir las personas jurídicas, nacionales o extranjeras, así como los vehículos de propósito especial tales como fondos de inversión colectiva, fondos de capital privado, patrimonios autónomos y universalidades jurídicas, con independencia de su organización o forma jurídica.

iii.

En el *Mercado Privado* tendrán la condición de *Inversionistas Calificados*: (a) fondos de pensiones obligatorias, fondos de pensiones voluntarias y fondos de cesantías; (b) fondos o patrimonios públicos vinculados a la seguridad social; (c) reservas técnicas de entidades aseguradoras y sociedades de capitalización; (d) fondos de inversión colectiva cuyo reglamento lo autorice; (e) fondos de capital privado cuyo reglamento lo autorice; (f) fondos mutuos de inversión; (g) fondos de capital extranjero; (h) profesionales del mercado de valores con certificación vigente; (i) inversionistas profesionales; (j) personas naturales o jurídicas sin residencia en Colombia; (k) intermediarios de valores (Brokers y Dealers); (l) gobiernos extranjeros y entidades multilaterales de crédito; y (m) entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera según lo autorice su respectivo régimen legal.

iv.

El *Mercado Privado* se organizará a través de un registro público (*Registro del Mercado Privado* que haga parte del Sistema de Información del Mercado de Valores - SIMEV), administrado por la Superintendencia Financiera.

La inscripción del emisor en dicho registro será previa a cualquier emisión, siendo responsables disciplinaria y patrimonialmente los administradores de aquél por cualquier error u omisión en que se incurra en el diligenciamiento de los formularios especialmente establecidos por la Superintendencia Financiera para el efecto.

La finalidad del *Registro del Mercado Privado* es mantener debidamente organizada, para consulta del público y el ejercicio de las competencias de supervisión estatal, toda la información jurídica, corporativa y financiera de las firmas que pretendan adelantar una Oferta Privada, y demás que se determinen respecto de las emisiones vigentes.

v.

Cuando un emisor esté inscrito simultáneamente en el Mercado Público y en el *Mercado Privado* deberá divulgar bajo idénticos estándares y requisitos la misma información revelada en aquél en el Registro del Mercado Público.

vi.

En el *Mercado Privado* la Oferta Privada y el Memorando de Información no estarán sometidas a la autorización previa ni posterior, de la Superintendencia Financiera, pero las emisiones en el Registro del Mercado Privado deberán inscribirse conforme a los formularios que ésta determine al día inmediatamente siguiente a la colocación, junto con el informe respectivo.

vii.

La regulación que se expida para el *Mercado Privado* debe sujetarse a los principios enumerados a continuación:

A

Estándares objetivos y diferenciados que deben cumplirse para la emisión de valores, según su clase o tipo;

B

Estándares mínimos de revelación de información financiera y corporativa sobre el emisor y la emisión que deba ser divulgada a través del *Registro del Mercado Privado*. Lo anterior, sin perjuicio de que en el *Memorando de Información* se convengan estándares superiores de revelación dirigida a los Inversionistas Calificados a los que se dirija la Oferta Privada;

C

Elevar y fortalecer los estándares de debida diligencia, profesionalismo y responsabilidad de los emisores (y sus controlantes o accionistas relevantes), los administradores (incluidos los miembros de la junta directiva, en particular de los comités de auditoría y gobierno corporativo), las firmas de auditoría o revisoría fiscal, los abogados (sean firmas o personas individuales), y al banco de inversión que sea el estructurador y/o colocador de la emisión (incluidos los comités internos de riesgo que aprueben la documentación relativa a la oferta de valores, y las firmas de auditoría y abogados - sean firmas o personas individuales - que participen en el proceso de emisión), así como el contenido de las certificaciones que deben expedirse y ser incluidos en el Memorando de Información y/o la Oferta Privada;



1

Reorganización del Segundo Mercado, en adelante Mercado Privado (Private Placement)

D

Definir un contenido mínimo del Memorando de Información según sea la clase o tipo de valores a colocar mediante Oferta Privada. En ningún caso se podrán establecer “*memorandos tipo o simplificados*”. En el Memorando de Información convenido con los inversionistas a los que se dirige la Oferta Privada deberán incluirse los términos, forma y oportunidad de la revelación dirigida;

E

Emisión desmaterializada a través de un depósito de valores, y autorización para que éstos se desempeñen como representantes de los tenedores de valores con las siguientes funciones: (i) custodiar una copia original de la Oferta Privada y del Memorando de Información y sus reformas, para consulta exclusiva de los tenedores de los valores emitidos; (ii) servir de canal para la transmisión de toda la información periódica y eventual que deba ser divulgada por el Emisor en cumplimiento del Memorando a los tenedores de los valores emitidos; y (iii) hacer el cobro de todo rendimiento o pago que, en cumplimiento del Memorando de Información, deba efectuar el emisor a los tenedores de los valores emitidos;

F

Los Inversionistas Calificados, en todos los casos, deberán acreditar que tienen contratados con entidades autorizadas los servicios de custodia de valores respecto de la totalidad de los portafolios de valores. Lo anterior, para facilitar el desarrollo del mercado de préstamo de valores [en adelante, *securities lending*] y la liquidez de los instrumentos del *Mercado Privado*;

G

Establecer cuándo un *Cliente Inversionista* puede adquirir valores (deuda o capital) registrados en el Mercado Privado, siempre que lo adquieran a través de un Intermediario para Terceros (Broker). En esos eventos, el Broker deberá estar en capacidad de acreditar que: (i) el cliente fue debidamente asesorado para la transacción, (ii) el instrumento se ajusta a su perfil de riesgo, (iii) la inversión no representa más del 15% de su portafolio de valores agregado, y (iv) en el caso de instrumentos de deuda, haya obtenido al menos una calificación de una agencia calificadora de riesgos.

H

Establecer las condiciones objetivas en las cuales las emisiones (sean de deuda o capital) pueden estar inscritas en sistemas de registro y cotización de valores, nacionales o internacionales. En todo caso los valores podrán ser negociados a través de sistemas transaccionales o del OTC entre Inversionistas Calificados e Intermediarios que sean Broker o Dealer. Sin embargo, en ningún caso los Dealers podrán tener como contrapartes a Clientes Inversionistas.

I

Establecer que, con los recursos de los fondos de pensiones obligatorias y voluntarias, los fondos de cesantías y los patrimonios pensionales públicos que gestione una misma entidad, o las reservas de las Entidades Aseguradoras y las Sociedades de Capitalización, o los recursos o fondos públicos gestionados por un servidor o una misma persona de derecho privado, se puede adquirir hasta el 100% de una emisión del Mercado Privado. La regulación, en ningún caso, admitirá esta posibilidad si el emisor tiene vínculos de propiedad con el gestor o administrador de los recursos o es controlado, directa o indirectamente, por un mismo grupo económico, holding o conglomerado financiero al que pertenezca dicho gestor o administrador.

Creación del Mercado Balcón para emisiones de pequeñas y medianas empresas

i.

El *Mercado Balcón* debe ser regulado para acoger exclusivamente a *pequeñas y medianas empresas* cuyas emisiones sean inferiores a 584.000 UVT (aproximadamente \$20.000 MM) conforme a lo dispuesto en el Plan Nacional de Desarrollo¹⁰³.

Las pequeñas y medianas empresas que se inscriban en este mercado no podrán estar registradas ni emitir en los segmentos Público o Privado.

Las pequeñas y medianas empresas que sean controladas o tengan fuertes vínculos de propiedad con emisores de los mercados Público o Privado o los grupos económicos o conglomerados financieros que participen como emisores en aquellos segmentos no podrán inscribirse en el Mercado Balcón.

ii.

En el *Mercado Balcón* podrán invertir los *Inversionistas Calificados* como se han definido en precedencia, y, bajo ciertos límites, los *Cientes Inversionistas*.

iii.

El *Mercado Balcón* se organizará a través de un registro público (*Registro del Mercado Balcón* que haga parte del Sistema de Información del Mercado de Valores - SIMEV), administrado por la Superintendencia Financiera.

La inscripción del emisor en dicho registro será previa a cualquier emisión, pero automática. En todo caso, los administradores y asesores que participen en el proceso se harán responsables disciplinaria y patrimonialmente por cualquier error u omisión en que se incurra en el diligenciamiento de los formularios especialmente establecidos por la Superintendencia Financiera para el efecto.

La finalidad del Registro del Mercado Balcón es mantener debidamente organizada, para consulta del público y el ejercicio de las competencias de supervisión estatal, toda la información jurídica, corporativa y financiera de las firmas que pretendan adelantar una Oferta Privada, y demás se determinen respecto de las emisiones vigentes.

iv.

La Oferta Privada y la *Carta de Información* no estarán sometidas a la autorización previa ni posterior de la Superintendencia Financiera, pero las emisiones en el *Registro del Mercado Balcón* deberán inscribirse conforme a los formularios que ésta determine al día inmediatamente siguiente a la colocación, junto con el informe respectivo.

103. Ley 1955 de 2019, Artículo 162. Emisiones para pequeñas y medianas empresas.

104. Véase el literal e), subnumeral viii, numeral 4 de la Recomendación 2.2 de la Sección II de este Informe.

v.

El *Mercado Balcón*, como modalidad de la *actividad de emisión y oferta de valores*, debe regularse observando los principios enumerados a continuación:

A

Establecer un procedimiento de inscripción simplificado previo y automático para la inscripción de emisores y emisiones en el mismo. La oferta de valores en este mercado en ningún caso será pública ni estará sometida a autorización previa de la Superintendencia Financiera;

B

La regulación podrá establecer "*cartas tipo o simplificadas*" para este mercado. Sin embargo, la regulación deberá hacer responsables a los emisores (y sus controlantes o accionistas relevantes), los administradores (incluidos los miembros de la junta directiva, en particular de los comités de auditoría y gobierno corporativo), las firmas de auditoría o revisoría fiscal, los abogados (sean firmas o personas individuales), y al banco de inversión que sea el estructurador de la emisión (incluidos los comités internos de riesgo que aprueben la documentación relativa a la oferta de valores, y las firmas de auditoría y abogados - sean firmas o personas individuales - que participen en el proceso de emisión), así como por el contenido de las certificaciones que deben expedirse y ser incluidos en la Carta de Información y/o la Oferta Privada de cada emisión;

C

Establecer un mínimo de revelación de información periódica y eventual acotado al tamaño y clase de emisión (deuda o capital) a través del Registro del Mercado Balcón. En todo caso, el emisor y los destinatarios de la Oferta Privada pueden convenir en las *Cartas de Información* estándares superiores de revelación dirigida;

D

Establecer que las emisiones deben ser desmaterializadas a través de un depósito de valores bajo los mismos estándares y facultades indicados para el Mercado Privado¹⁰⁴;



4

Creación del Mercado Balcón para emisiones de pequeñas y medianas empresas

E

La regulación debe establecer cuándo un *Cliente Inversionista* puede adquirir valores (deuda o capital) registrados en el Mercado Balcón únicamente a través de un Intermediario para Terceros (Broker). En todo caso, el Broker debe estar en capacidad de acreditar (i) que el cliente fue debidamente asesorado para la transacción, (ii) el instrumento se ajusta al perfil de riesgo, y (iii) que la transacción no excede el 5% del portafolio de valores agregado del cliente;

F

Establecer las condiciones objetivas en las cuales las emisiones (deuda o capital) pueden estar inscritas en sistemas de registro y cotización de valores. Las emisiones (sean de deuda o capital) sólo podrán ser negociadas en el canal extrabursátil - OTC, y los intermediarios que desempeñen funciones de Dealer no podrán operar con contrapartes que sean Clientes Inversionistas;

G

Establecer que, con los recursos de los fondos de pensiones obligatorias y voluntarias, los fondos de cesantías y los patrimonios pensionales públicos que gestione una misma entidad, o las reservas de las Entidades Aseguradoras y las Sociedades de Capitalización, o los recursos o fondos públicos gestionados por un servidor o una misma persona de derecho privado, se puede adquirir hasta el 100% de una emisión del Mercado Balcón. La regulación, en ningún caso, admitirá esta posibilidad si el emisor tiene vínculos de propiedad con el gestor o administrador de los recursos o es controlado, directa o indirectamente, por un mismo grupo económico, holding o conglomerado financiero al que pertenezca dicho gestor o administrador.



5

La regulación para la estructuración e inversión en capital privado debe distinguir entre los diferentes segmentos y clases de inversionistas

i.

La regulación debe establecer condiciones diferenciales que permitan la existencia de diversos esquemas de inversión cuyo objetivo sea la adquisición de participaciones de deuda o de capital en empresas según los diversos ciclos de madurez (capital de riesgo, emprendimiento, capital privado, etc.), los cuales pueden incluir la posibilidad de invertir a través de sociedades en comandita por acciones.

La regulación debe diferenciar, además, los requisitos de participación en dichos esquemas entre Inversionistas Calificados y Clientes Inversionistas, de manera que se posibilite la existencia formal de canales a través de los cuales estos últimos puedan participar en el desarrollo y crecimiento de las empresas, con la participación de gestores profesionales.

Como regla general, la regulación debería permitir que dichos vehículos de inversión inviertan en valores registrados o no en los Mercados Privados y Balcón, así como listar las participaciones en dichos mercados.

Tratándose de los vehículos dirigidos exclusivamente a Inversionistas Calificados, la regulación debe admitir que éstos sean gestionados y administrados por entidades no vigiladas, siguiendo las mejores prácticas internacionales, lo cual puede redundar en una disminución significativa en los costos que deben absorber los inversionistas.

2.3 FORTALECIMIENTO DE LAS FACULTADES DE REGULACIÓN RESPECTO DE LOS EMISORES DE VALORES

La Ley 964 estableció como una de sus actividades la emisión y oferta de valores¹⁰⁵, y así mismo dispuso de un régimen de protección a los inversionistas mediante el cual se estableció un conjunto de reglas especiales para las sociedades inscritas y los emisores de valores¹⁰⁶, los que difieren de lo establecido en la legislación mercantil ordinaria.

Entre las medidas diferenciales se cuentan la posibilidad de establecer mecanismos diferentes al cociente electoral para la elección de los miembros de la junta directiva, la obligación de responder a cargo de este órgano las solicitudes que formulen el 5% o más de los accionistas, el contenido del reglamento de suscripción de acciones, la readquisición de estas y su posterior enajenación, la validez y obligatoriedad de los acuerdos de accionistas cuando sean debidamente inscritos, el número mínimo y máximo de miembros de las juntas directivas, la posibilidad de eliminar los suplentes personales, así como la necesidad de que al menos

el 25% corresponda a personas independientes, los criterios para determinar cuándo un director tiene dicha calidad, la obligación de contar con un comité de auditoría de la junta, su integración y funciones, la responsabilidad de los representantes legal y administradores respecto de la información divulgada al mercado, así como otros aspectos menores relacionados con el gobierno corporativo de los emisores de valores¹⁰⁷.

Ese avance, sin embargo, luce corto si se tiene presente que las sociedades comerciales que acuden al mercado de valores están sometidas en múltiples casos a tensiones y fricciones distintas a las que enfrentan aquellas que financian sus operaciones fuera del mismo.

La Comisión en ese contexto considera necesario que una reforma legislativa amplíe y fortalezca los mecanismos de intervención en las actividades que impliquen el aprovechamiento de los recursos captados del público mediante valores, permitiendo que el Gobierno mediante regulación de carácter especial y aplicable exclusivamente a las sociedades que acuden a ese mercado de capitales, tengan un régimen que vaya modernizándose conforme evolucionen los usos y mejores prácticas internacionales¹⁰⁸.

La Comisión, sin perjuicio de lo anterior, llama la atención sobre la urgencia de adoptar

al menos tres medidas legislativas relacionadas con el fortalecimiento del gobierno corporativo de los emisores de valores, el manejo y resolución adecuados de situaciones de conflictos de interés entre partes vinculadas, y la creación de nuevos instrumentos de capital que faciliten la ampliación de la liquidez de las acciones listadas en el mercado bursátil, como se presenta a continuación.



Gobierno Corporativo y sostenibilidad

Contrariamente a la creencia popular, el gobierno corporativo es tan antiguo como el derecho de sociedades. En ese sentido, conceptualmente es el sistema que articula el cumplimiento de los derechos y obligaciones asumidos voluntariamente por los asociados con arreglo a los mandatos y principios establecidos en la legislación, en procura del desarrollo de la empresa que se han propuesto.



Desde siempre, esos mandatos y principios se han visto enfrentados a tensiones, conflictos y fricciones que deben ser tramitados, primariamente, por los órganos societarios que han sido integrados y elegidos por los propios asociados, y cuando aquellos fallan ha correspondido al Estado, a través de la jurisdicción, resolverlos para asegurar el imperio de la ley frente al abuso.

En tiempos modernos, sin embargo, el gobierno corporativo ha venido a ser renovado para señalar su importancia desde la perspectiva de la protección del crédito y la buena administración de la empresa en beneficio no sólo de los socios sino de acreedores, proveedores, empleados y demás grupos de interés sin consideración a la escala de las operaciones sociales, pues, al final se trata de salvaguardar el ecosistema en el cual se desarrollan sus relaciones económicas.

El gobierno corporativo, en ese sentido, cobra mayor relevancia cuando se trata de

sociedades que buscan financiar su crecimiento mediante la emisión de instrumentos de deuda y capital en el mercado de valores en el cual participan diversas clases de inversionistas que destinan el ahorro para el aprovechamiento particular de aquellas sociedades.

En sentido práctico, cuando un empresario acude al mercado de capitales a captar ahorro del público mediante la emisión de valores, cualquiera sea su naturaleza, es indispensable que el Estado intervenga para regular en forma diferencial las relaciones jurídico-económicas con los inversionistas.

Internacionalmente el gobierno corporativo pasó de ser una tendencia que resaltaba la importancia de la buena gestión de las empresas y el trato equitativo a todos los grupos de interés, a una condición *sine qua non* para asegurar no sólo la posibilidad de emitir valores sino de la sostenibilidad de los negocios sociales.

Colombia no ha sido ajena a ese proceso, que se inició con la decisión adoptada por la desaparecida Superintendencia de Valores en el sentido de regular las condiciones que debían cumplirse por las entidades que pretendían recibir inversión de los fondos de pensiones del Régimen de Ahorro Individual, y que actualmente se monitorea a través del denominado Código País impulsado por la Superintendencia Financiera, bajo el principio anglosajón “*cumpla o explique*”.

En ese sentido cabe señalar que el Código País, que cumple 5 años desde su puesta en vigencia, ha representado un avance significativo en cuanto a concientizado a emisores, inversionistas e intermediarios sobre la importancia de incorporar dentro de sus prácticas empresariales estándares más altos de buen manejo de sus relaciones jurídico-económicas con los diferentes grupos de interés.

El gobierno corporativo, sin embargo, es un proceso evolutivo y en esa dirección el Código País debe dar pronto paso a una revisión que incorpore realidades propias del mercado de valores local, como la poca dispersión de la propiedad accionaria y un manejo más asertivo de los riesgos emergentes que amenazan la sostenibilidad de los negocios sociales en un entorno de mayor presión competitiva tanto local como internacional.

En ese contexto es conveniente que una reforma a la Ley 964 faculte al Gobierno para

que establezca estándares mínimos obligatorios que deben cumplirse por los emisores de valores – sean o no vehículos de inversión societarios – en materia de gobierno corporativo que se enfoque en poner en evidencia si existe o no una adecuada administración de los riesgos propios de sus negocios, las amenazas emergentes por la exposición a cambios tecnológicos, sociales y económicos, en lugar del cumplimiento de prácticas que por definición deberían ser atendidas por cualquier empresa en la medida que corresponden a mandatos y principios legales exigibles a cualquier empresa por el hecho de serlo.

Manejo y resolución de situaciones que impliquen conflictos de interés

Uno de los aspectos que deben ser considerados al tiempo de fortalecer el régimen legal de protección de los inversionistas en el mercado de valores es el relacionado con el manejo y resolución de las situaciones que impliquen situaciones de conflictos de interés.

Conceptualmente se presenta un conflicto de interés cuando respecto de una situación particular y concreta una misma persona se enfrenta a la disyuntiva de privilegiar uno de dos intereses contrapuestos o incompatibles sin que tal decisión cause daño o lesión a terceros¹⁰⁹.

105. Véase Ley 964 de 2005, artículo 3º, literal a).

106. Véase Ley 964 de 2005, Título Quinto, artículos 38 a 48.

107. Lo anterior se suma a disposiciones anteriores a la Ley 964 mediante las cuales se autorizó la emisión de acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto.

108. Internacionalmente es usual que la legislación distinga entre las sociedades comerciales ordinarias y las denominadas “corporaciones”, esto es aquellas sociedades que emiten instrumentos en el mercado de valores.

109. La Superintendencia de Sociedades, autoridad en materia de doctrina societaria y juez natural de esta clase de causas, tiene sentado que “Existe conflicto de interés cuando no es posible la satisfacción simultánea de dos intereses, a saber: el radicado en cabeza del administrador y la sociedad, bien sea porque el interés sea del primero o de un tercero. En este mismo sentido, se considera que existe un conflicto de interés si el administrador cuenta con un interés que pueda nublar su juicio objetivo en el curso de una operación determinada, así como cuando se presenten circunstancias que configuren un verdadero riesgo de que el discernimiento del administrador se vea comprometido”. Véase Circular Externa 100 de 2017, Capítulo V, numeral 3.

Típicamente la literatura especializada se ocupa de examinar los conflictos de interés desde la perspectiva de la relación agente / principal cuando este tiene la capacidad de, o el poder para, decidir entre el interés o derecho de aquel y el propio, circunstancia a la que generalmente se enfrentan los administradores o mandatarios (agente) respecto de los propietarios (principal o mandatario).

Ese enfoque es el que acoge la legislación societaria en Colombia en cuanto dispone que cuando los administradores (sean funcionarios o miembros de juntas directivas) adviertan la existencia de un potencial conflicto de interés o de competencia con la sociedad (cualquiera sea la causa) están en la obligación de revelarlo ante el órgano directivo aportando todos los elementos de juicio bien para que se le acepte separarse de la decisión o acto en conflicto o ante la asamblea de accionistas para que lo autorice a obrar en uno u otro sentido siempre que no cause daño a la sociedad¹¹⁰.

Ese enfoque en el caso de los emisores de valores (que pueden ser o no sociedades) pierde de vista un sin número de situaciones de conflicto de interés que involucran las relaciones y transacciones entre *partes vinculadas*¹¹¹ cuando la decisión del órgano social respectivo (sea la junta o la asamblea) está integrada mayoritariamente por dichas partes, más cuando para el caso colombiano la propiedad accionaria está poco dispersa o su dispersión se explica por la tenencia de participaciones entre empresas que hacen parte de un mismo grupo económico, empresarial o conglomerado financiero.

En ese caso, inversionistas minoritarios y acreedores quedan a merced de mayorías que por definición están en conflicto, sin que existan mecanismos adecuados que permitan decidir las tensiones o conflictos en beneficio del mejor interés de la sociedad y concediendo un trato justo a aquellos.

Sobre el particular cabe decir que las relaciones y transacciones entre partes vinculadas deben ser observadas como una característica normal o común en las relaciones de comercio y en los negocios, por lo que no deben satanizarse ni mucho menos prohibirse *per se*. En ese sentido lo que debe exigirse es que exista transparencia sobre su existencia y revelación plena de los potenciales conflictos que puede suscitar.

Esas condiciones – transparencia y revelación plena –, de otro lado, en absoluto resultan novedosas ni menos aún ajenas a los emisores de valores en Colombia dado que hacen parte de las disposiciones legales que deben cumplir en el manejo de la información financiera a partir de la adopción de las Normas Internacionales de Contabilidad¹¹².

La Comisión, en ese contexto, considera necesario que una reforma legal establezca mecanismos especiales y de aplicación exclusiva para los emisores de valores encaminados al manejo y resolución de conflictos de interés, incluyendo las relaciones y transacciones con o entre entidades o partes vinculadas que privilegien el mejor interés de la sociedad concernida y provea trato justo a los inversionistas minoritarios, sean estos accionistas o meros acreedores.

La Comisión, en ese sentido, considera que el mecanismo de manejo y resolución de los referidos conflictos de interés debe ser expedito y consultar la realidad sobre la estructura de propiedad de las empresas colombianas, razón por la cual es aconsejable atribuir la competencia a los miembros independientes de los comités de auditoría, siempre que se refuercen los criterios de independencia conforme a los principios, criterios y definiciones acogidos por las Normas Internacionales de Contabilidad¹¹³.

Nuevos instrumentos de capital

En la legislación vigente las sociedades que participan en el mercado de valores pueden emitir tres clases de instrumentos de capitales: acciones ordinarias, acciones privilegiadas y acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto.

En general, las acciones ordinarias y privilegiadas convergen en que el flujo de los derechos políticos y económicos coinciden bajo la premisa de una acción un voto, al paso que las preferenciales carecen de voto, salvo en circunstancias excepcionales.

La creación de las acciones preferencias en Colombia es posterior al Código de Comercio y su justificación se hizo consistir en la conveniencia de incorporar un instrumento que disuadiera a los accionistas controlan-



tes de las sociedades a ceder parte de la propiedad en el capital de las empresas sin que ello implicase la pérdida en la dirección de los negocios sociales, con sujeción a ciertos límites porcentuales, para evitar que el control no estuviese asociado a participaciones inferiores al 50% de las acciones en circulación.

110. Véanse Ley 222 de 1995, artículos 23 a 25 y artículo 200 del Código de Comercio.

111. En la NIC 27 se define "Parte vinculada. Una parte se considera vinculada con la entidad si dicha parte: (a) directa, o indirectamente a través de uno o más intermediarios: (i) controla a, es controlada por, o está bajo control común con, la entidad (esto incluye dominantes, dependientes y otras dependientes de la misma dominante); (ii) tiene una participación en la entidad que le otorga influencia significativa sobre la misma; o (iii) tiene control conjunto sobre la entidad; (b) es una asociada (según se define en la NIC 28 Inversiones en entidades asociadas) de la entidad; (c) es un negocio conjunto, donde la entidad es uno de los partícipes (véase la NIC 31 Participaciones en negocios conjuntos); (d) es personal clave de la dirección de la entidad o de su dominante; (e) es un familiar cercano de una persona que se encuentre en los supuestos (a) o (d); (f) es una entidad sobre la cual alguna de las personas que se encuentra en los supuestos (d) o (e) ejerce control, control conjunto o influencia significativa, o bien cuenta, directa o indirectamente, con un importante poder de voto; o (g) es un plan de prestaciones post-empleo para los trabajadores, ya sean de la propia entidad o de alguna otra que sea parte vinculada de ésta."

112. En ese sentido, véase la NIC 27 Información a Revelar entre Partes Vinculadas.

113. Es pertinente señalar que en la definición de "Partes Vinculadas" establecida en la NIC 27 se extiende a los conceptos de Control, Control Conjunto, Familiares cercanos a una Persona, Influencia Significativa, y Personal clave de la dirección sin los cuales el criterio de independencia queda vacío de contenido, como en efecto lo es el previsto en el parágrafo 3º de la Le 964 de 2005.



Posteriormente, bajo idéntico enfoque se modificó el régimen de mayorías exigibles respecto de las decisiones adoptadas en las asambleas de accionistas en la creencia que relajarlo respecto de las normas previstas para las sociedades no listadas contribuiría a una mayor vinculación de nuevos emisores.

Ese conjunto de reformas si bien en un principio impulsó la inscripción de nuevas sociedades en el mercado bursátil ha evidenciado su ineficacia desde la perspectiva de la dispersión de la propiedad accionaria, al tiempo que contribuyó a fraccionar la liquidez total para una misma sociedad en varias clases de acciones.

Al mismo tiempo que tratándose de las sociedades anónimas existen restricciones para la emisión de diversas clases de acciones desde la perspectiva de las que pueden ser listadas en bolsas de valores, coexisten otro tipo societario (las sociedades anónimas simplificadas) que han ganado alta popularidad por su flexibilidad y adaptabilidad para el emprendimiento de nuevos negocios, en las cuales se permiten diferentes clases de acciones

que permiten alinear los incentivos de fundadores e inversionistas de capital.

La popularidad de las sociedades anónimas simplificadas, por contraste, les impide inscribirse en el mercado de valores, al paso que las sociedades anónimas tienen prohibida la emisión de acciones con voto múltiple que sí se autoriza a las primeras.

Así, más allá de esas particularidades que parecen no responder simétricamente a las necesidades cambiantes de los negocios, en el plano internacional ha venido ganando espacio la posibilidad de listar diversos instrumentos de capital, uno de los cuales corresponde a las denominadas *acciones duales*.

Como lo enseña la literatura especializada, las *acciones duales* (*High vote / Low vote*) se caracterizan por permitir una gran divergencia entre los flujos asociados a los derechos de propiedad (incluido el de efectivo vía dividendos) y los derechos políticos, razón por la que principalmente la estructura ha sido utilizada para facilitar la consecución de capital en diferentes rondas de

levantamiento de capital vinculadas a proyectos de emprendimiento promovidos en el campo de la tecnología y que protegen, en cierta forma, la visión del fundador con miras a la realización de ofertas públicas iniciales en mercado bursátiles.

La estructura de las *acciones duales*, si bien puede representar ventajas como las anotadas, no ha estado ni está exenta de controversias.

En efecto, existen numerosos documentos académicos que cuestionan la disociación entre derechos políticos y económicos en la medida que ponen en evidencia los conflictos de interés en la relación principal / agente, así como los asociados al gobierno corporativo.

Otros, en contraste, consideran que esa disociación, si bien puede ser problemática, puede ser corregida a través de la regulación y del adecuado diseño de un sistema de gobierno corporativo que permita resolver los conflictos de interés.

En general, si bien la tesis que se ha impuesto en los mercados internacionales es la de converger hacia una sola clase de instrumentos de capital bajo la tesis de *una acción un voto*, no puede desecharse la idea de que se incorpore la posibilidad de admitir la emisión de *acciones duales* listadas en los mercados bursátiles.

La Comisión, en ese sentido, estima conveniente que se valore la posibilidad de que se admita la incorporación de las *acciones duales* para las sociedades inscritas en el mercado de valores, a condición de que se faculte al Gobierno la capacidad para regular su diseño y particularidades, incluyendo, pero sin limitarse, a que tenga una duración limitada en el tiempo o los límites del multiplicador y el porcentaje que pueden representar respecto del capital en circulación, así como las reglas de gobierno corporativo que garanticen a los inversionistas un tratamiento justo.

114. Véase entre otros, Lucian Aye Bebchuk, Reinier Kraakman, and George Triantis, "Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Rights", As published in: *Concentrated Corporate Ownership* (R. Morck, ed.), pp. 445-460 (2000). Harvard Law School Olin Discussion Paper No. 249 (1999); Wolfenzon, Daniel. 1999. A theory of pyramidal ownership. Harvard University, Department of Economics. Mimeo. Bebchuk, Lucian A. 1994. Efficient and inefficient sides of corporate control. *Quarterly Journal of Economics* 109:957-93. Así mismo <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2018/01/should-securities-regulators-allow-companies-going-public-dual-class>

RECOMENDACIONES PARA EL FORTALECIMIENTO DE LAS FACULTADES DE REGULACIÓN RESPECTO DE LOS EMISORES DE VALORES

1

El Gobierno debe estar en capacidad de establecer estándares profesionales más exigentes en materia de gobierno corporativo para los emisores de valores

i.

Debe promoverse una reforma de la Ley 964 de 2005 en virtud de la cual se fortalezcan las facultades del Gobierno para regular y establecer estándares profesionales más exigentes en materia de gobierno corporativo para los emisores de valores, sea o no un vehículo societario, en la medida que su actividad implica el aprovechamiento de recursos captados del público.

ii.

El Código País debe evolucionar en el tiempo en procura de hacer evidente la existencia de mecanismos adecuados para la gestión de los riesgos a los que están expuestos los emisores de valores y la sostenibilidad de sus negocios.



2

La legislación relativa al manejo de situaciones de conflictos de interés, incluyendo las relaciones y transacciones con o entre entidades vinculadas que involucren a un emisor de valores debe ser reformada para que las decisiones consulten el mejor interés de la sociedad y el trato justo a hacia los inversionistas no controlantes

i.

La legislación relativa al manejo de situaciones de conflictos de interés, incluyendo las relaciones y transacciones con o entre entidades vinculadas que involucren a un emisor de valores debe ser reformada para que las decisiones consulten el mejor interés de la sociedad y el trato justo a hacia los inversionistas no controlantes

ii.

Es deseable una reforma legal que desarrolle la facultad del Estado para intervenir en la actividad de aprovechamiento de los recursos captados del público a través de valores, de manera que el Gobierno pueda regular los mecanismos para identificar, revelar, administrar y resolver las situaciones de conflicto de interés que se presenten respecto de emisores de valores.

iii.

Es deseable, adicionalmente, que una reforma legal disponga que las relaciones y transacciones con o entre partes o entidades vinculadas que involucren a una sociedad con acciones inscritas en el mercado de valores sean resueltas, con efectos vinculantes, por el comité de auditoría integrado exclusivamente por los miembros independientes de la junta directiva.

La decisión respectiva deberá adoptarse previo concepto de un tercero independiente contratado para el efecto por el comité de auditoría y, consultar el mejor interés de la sociedad y de los accionistas no controlantes. Este procedimiento deberá ser especial y prevalente respecto a lo dispuesto en la legislación comercial.



3

La legislación debe reforzar los criterios conforme a los cuales se considera que una persona puede ser elegible y/o desempeñarse como miembro independiente en un órgano directivo de un emisor de valores

i.

Es conveniente una reforma a la Ley 964 de 2005 para reforzar los criterios conforme a los cuales se considera que una persona puede ser elegible y/o desempeñarse como miembro independiente en los órganos directivos de un emisor de valores.

ii.

Es conveniente que los criterios de independencia que se acojan en la reforma legislativa estén alineados con la definición de *Persona Vinculada* adoptada en la NIC 27, junto a los conceptos de Control, Control Conjunto, Familiares cercanos a una persona, Influencia significativa y Personal clave de la dirección, sin los cuales dicho criterio queda vacío de contenido.

iii.

Es necesario que lo dispuesto en los numerales i. y ii. precedentes de este numeral 3 se extiendan a toda clase de miembros de juntas o consejos directivos de las sociedades que participen en el mercado de valores como emisores – sean o no sociedades inscritas en el sentido del artículo 38 de la Ley 964 de 2005, y en general de los consejos asesores o de administración de los vehículos diferentes de las sociedades que tengan la calidad de emisores, de manera que se cumpla con el propósito de contar con personas que salvaguarden apropiada y debidamente el régimen de protección de los inversionistas.

El Gobierno debe considerar la posibilidad de que las sociedades con acciones inscritas o que se inscriban en el mercado de valores puedan emitir acciones duales

i.

El Gobierno debe considerar la posibilidad de que las sociedades con acciones inscritas o que se inscriban en alguno de los segmentos del mercado de valores (*Público, Privado y Balcón*) puedan emitir acciones duales (*“high vote - low vote”*) como una alternativa adicional a las acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto.

ii.

El Gobierno, de admitirse esa alternativa, debe quedar investido de facultades de intervención para regular la actividad de emisión y oferta de tales acciones.

iii.

La regulación que expida el Gobierno en ejercicio de las facultades de intervención en la actividad de emisión y oferta de valores debe establecer los requisitos, condiciones y características como el marchitamiento en el tiempo de los derechos de *“high vote”* aplicables a la emisión de acciones duales, los mecanismos de información y el gobierno corporativo exigible a las sociedades que pretendan emitirlos.

2.4 INFRAESTRUCTURA DEL MERCADO

El Capítulo II ofrece un panorama del estado actual de la infraestructura del mercado. En general la combinación de sistemas transaccionales, depósitos, cámara de riesgo central de contraparte, cámara de divisas, y demás infraestructuras, ofrecen una plataforma amplia para el servicio del mercado. En cierta forma, es el estado de baja liquidez del mercado el que impide que costos fijos se puedan distribuir sobre una mayor de participación.

En esa línea, vale la pena analizar elementos adicionales a los costos específicos de esta infraestructura.

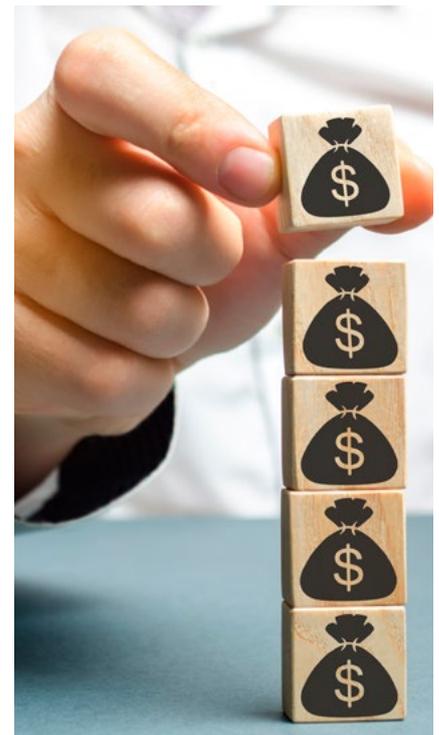
En primer lugar, resalta un punto expuesto anteriormente: la Ley 964 estableció que ninguna persona puede ser beneficiario real del 10% de las acciones en circulación de las bolsas de valores¹¹⁵. Esta prohibición marca la estructura de propiedad actual de la Bolsa de Valores de Colombia, concentrada en bancos y comisionistas vinculadas a grupos financieros. Una consecuencia indeseada es la de disuadir a potenciales operadores de

bolsas a nivel internacional de comprar una participación en bolsas locales, reduciendo la competencia para la operación de estas importantes infraestructuras.

De forma relacionada, siendo los bancos – directa e indirectamente – dueños de un porcentaje alto de la Bolsa de Valores de Colombia, se establece una dinámica en donde el norte estratégico planteado para la BVC se alinea con los intereses del sector bancario, comprometiendo potencialmente un curso natural que propenda por la promoción y desarrollo del mercado de valores, específicamente de la adecuada arquitectura de la infraestructura del mercado.

En ese sentido, así como la inversión extranjera en cualquiera de las demás entidades vigiladas está autorizada por regla general y sin limitación alguna, lo razonable es que se admita simétricamente en la propiedad de los proveedores de infraestructura, y en particular en el caso de las bolsas de valores.

115. Esta misma limitación afecta a las bolsas de productos, como la Bolsa Mercantil de Colombia, lo que ha impedido que operadores internacionales especializados que han manifestado interés en ingresar al mercado colombiano puedan hacerlo.



En ausencia de la referida restricción se abre la posibilidad de que inversionistas del exterior, con experiencia en la gestión de infraestructuras del mercado de valores, se interesen por el mercado colombiano, lo cual contribuiría a su promoción y desarrollo en la medida que su visión corporativa está alineada con el crecimiento del mercado y su internacionalización.

Por otro lado, en relación con la operación de los sistemas transaccionales, los horarios adoptados por el mercado para la

negociación de divisas y TES definen un cierre a la 1pm, que es consistente con el estándar de cumplimiento de estos mercados (T+0). Sin embargo, el temprano cierre es contrario a la idea de facilitar la participación de los agentes, particularmente los internacionales.

La Comisión, en ese contexto, considera que los proveedores de infraestructura y los intermediarios deben ajustar sus prácticas en forma coherente con los estándares de cumplimiento observados en los merca-

dos internacionales, pues los actuales imponen costos y restricciones inadecuados para el desarrollo del mercado.

Un punto específico importante de considerar es la dinámica del mercado en general, y de TES en particular, referente al manejo de caja exigido a los agentes para cumplir con las operaciones de compra (y venta) de títulos. La operación actual en efecto exige una operación dedicada al bruto de efectivo operado. Sin embargo, una centralización de la compensación de este efectivo simplificaría la operación y la necesidad de caja de los agentes. En este sentido, un neteo multilateral organizado por un agente compensador centralizado permitiría evolucionar a estándares operativos internacionales, de forma similar a la funcionalidad prestada por la Cámara de Divisas.

En el Capítulo II también se describió la coexistencia de los sistemas transaccionales y depósitos operados por el Grupo Bolsa de Valores de Colombia, y por el Banco de la República. Si bien el mercado no está en una etapa de desarrollo que llamara a una interoperabilidad de estas infraestructuras, es deseable que el Gobierno examine la posibilidad de establecer regulación que incentive la adopción de estándares y protocolos tecnológicos que propendan por un uso eficiente de las infraestructuras en la medida que su propósito no puede ser otro que servir adecuadamente a los participantes del mercado.

Relacionado con el servicio prestado por los depósitos, tal como se expuso en el Capítulo II, es inconveniente permitir a futuro la emisión de acciones que no sean desmaterializadas.

La Comisión, en ese contexto, considera necesario que el Gobierno, en ejercicio de las facultades de intervención en la actividad de oferta y emisión de valores, exija que todo instrumento inscrito en el mercado deba ser emitido en forma desmaterializada, así como incentivos para que las que actualmente no lo estén converjan en el tiempo hacia ese estadio.

Para la Comisión, medidas como las expresadas, son indispensables en el propósito de desarrollar y modernizar las prácticas del mercado.



RECOMENDACIONES RELATIVAS A LA INFRAESTRUCTURA DEL MERCADO

1

Debe promoverse una reforma legislativa que levante la prohibición de adquirir más del 10% de las acciones emitidas por sociedades que sirvan de foros de negociación de valores, productos y demás activos susceptibles de negociación bursátil.

i.

Es conveniente que una reforma a la Ley 964 de 2005 levante la prohibición de adquirir más del 10% de las acciones emitidas por sociedades que sirvan de foro de negociación de valores, productos y demás activos susceptibles de negociación bursátil tales como bolsas de valores, bolsas de productos y bolsas de futuros y commodities, siempre que los inversionistas sean operadores especializados en la promoción y desarrollo de los respectivos mercados.

ii.

Es deseable que el Gobierno, en ejercicio de las facultades de intervención en la actividad de las bolsas de valores, reforme el sistema de gobierno corporativo para asegurar que los diversos órganos societarios se enfoquen en, y tengan por mandato esencial, propender por el desarrollo de la infraestructura del mercado de capitales, así como la promoción y desarrollo de los mercados que administran a través de tales infraestructuras.

2

El Gobierno debe intervenir en la organización del mercado de capitales para promover la adopción de los estándares, usos y mejores prácticas internacionales.

i.

El Gobierno, en ejercicio de las facultades de intervención en las actividades del mercado de capitales, debe adoptar regulaciones encaminadas a la organización y funcionamiento eficiente del mercado de capitales que propenda por la reducción de los costos que deben soportar los agentes económicos, en particular los más pequeños.

ii.

El Gobierno, con el fin de facilitar la operatividad y eficiencia en el manejo de caja de los agentes participantes de los mercados de renta fija debe promover la adopción de los estándares, usos y mejores prácticas internacionales encaminadas que converjan hacia el neteo multilateral por medio de un agente compensador centralizado u otro mecanismo que propenda por la eficiencia y la reducción de los costos de los participantes en el mercado.



3

El Gobierno debe intervenir en la organización del mercado con el propósito de que los intermediarios que operan en los sistemas transaccionales de divisas y renta fija, así como los administradores de estos, converjan hacia horarios de operación más amplios y consistentes con las necesidades de todos los agentes económicos

116. En el mismo sentido, véase el numeral 5.3 de la Sección V de este Capítulo III.

i.

El Gobierno debe promover que los intermediarios adopten plazos de cumplimiento de las operaciones en los mercados de divisas y de renta fija que sean coherentes con la creciente participación de inversionistas internacionales en tales mercados¹¹⁶.

ii.

El Gobierno debe guiar al mercado para que converja a que el cumplimiento estándar de las operaciones en el mercado de divisas sea al menos T+2 y para el mercado de renta fija de T+2.

iii.

El Gobierno, como responsable de la organización de los mercados, debe promover que los administradores de los sistemas de negociación establezcan horarios de operación que sean coherentes con las prácticas y usos internacionales de cumplimiento de operaciones para todos mercados, de manera que estimulen a los diferentes intermediarios, inversionistas y demás agentes económicos a convenir términos por lo menos similares.



4

El Gobierno debe fijar estándares y parámetros técnicos encaminados a estimular la interoperabilidad entre los diversos sistemas de negociación y depósitos de valores

i.

El Gobierno, en ejercicio de las facultades de intervención para regular el mercado de valores, debe establecer estándares y parámetros técnicos encaminados a estimular la interoperabilidad entre los diversos sistemas de negociación y depósitos de valores.

ii.

Los estándares y parámetros técnicos que se definan en la regulación, en todo caso, deben converger a la eficiencia y reducción de los costos que deben asumir los diferentes participantes en el mercado.

5

El Gobierno debe establecer como práctica práctica obligatoria para la emisión y oferta de valores la desmaterialización obligatoria de todos los instrumentos negociables en el mercado de capitales

i.

El Gobierno, en ejercicio de la facultad para regular la actividad de emisión y oferta de valores, debe establecer como estándar obligatorio la desmaterialización de todos los instrumentos que estén listados en el mercado de valores.

ii.

El Gobierno, en ese sentido, debe establecer incentivos para que los valores que no se encuentren desmaterializados converjan en el corto plazo hacia dicho estándar.

SECCIÓN 3

REGULACIÓN

E

INCENTIVOS

Un diseño deseable de la normativa de las actividades del mercado de capitales exige una adecuada representación regulatoria de los objetivos definidos para estas actividades.

Ahora, un plan estratégico para el Mercado de Capitales naturalmente plantearía como objetivo general propender por una organización del mercado que esté alineada con el desarrollo del mercado, dentro de un marco de reducción de los riesgos que busca gestionar la regulación.

Específicamente, se debe buscar una línea de acción que permita alinear los incentivos de los distintos agentes que participen en el mercado con los intereses generales de la sociedad. Como ejemplo se puede pensar en el entorno regulatorio de los *Asset Managers*. El marco de acción de esta actividad debe buscar una ejecución que defienda los mejores intereses del inversionista final, y el reto es lograrlo con una óptica técnica de protección del consumidor, lo cual debe partir de esta alineación de incentivos.

La teoría económica resalta lo anterior, definiendo la regulación como un contra-

to entre el gobierno y las empresas que operan en determinado sector. Este contrato garantiza derechos para estas firmas, pero también establece deberes y restricciones. El contraste entre la regulación “de control” y la regulación por incentivos define el enfoque para el comportamiento de los agentes: de seguimiento a reglas específicas, o de una búsqueda de su propia utilidad dentro de un marco de acción. En ese sentido, se plantea que el propósito estructural de la regulación por incentivos es diseñarlos para optimizar el resultado final (puede ser precios, calidad, confiabilidad) para el consumidor¹⁷.

Es claro que el diseño de este campo de acción tiene impacto en el desarrollo del mercado de capitales. Un recorrido del marco regulatorio desde la óptica de la Comisión sugiere revisiones en puntos específicos muy relevantes.

En particular, la Comisión encontró amplias posibilidades de robustecerlo y encastrarlo hacia una alineación con los intereses del público en general, en los elementos relacionados con (i) administradoras de fondos de pensiones y fondos

de cesantías, (ii) entidades aseguradoras y sociedades de capitalización, (iii) actividad de custodia y operaciones de TTV, (iv) actividad de asesoría, (v) gobierno corporativo de entidades vigiladas, y (vi) acceso a la información del mercado.

3.1 REGULACIÓN APLICABLE A LAS SOCIEDADES ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE PENSIONES Y FONDOS DE CESANTÍAS

Las Administradoras de Fondos de Pensiones y de Cesantías son *sociedades de servicios financieros* de objeto social exclusivo que, como parte de la estructura del sistema, están sometidas a intervención y vigilancia estatal¹⁸.

La incorporación legal de las Administradoras de Fondos de Pensiones y de Cesantías

tuvo origen en la reforma laboral de 1990¹¹⁹, primero, y en la adopción del sistema general de seguridad social en 1993¹²⁰, después, al paso que su régimen jurídico-financiero se delineó en 1994¹²¹, cuando también se les autorizó a gestionar los denominados fondos de pensiones voluntarias¹²².

En la actualidad, son cuatro las Administradoras de Fondos de Pensiones y de Ce-

santías (“AFP” o “Administradoras”) que tienen presencia en el mercado, que también forman parte de idéntico número de Conglomerados Financieros¹²³, dos de las cuales gestionan cerca del 80% de los recursos pertenecientes a los fondos¹²⁴.

El conjunto de Administradoras de Fondos de Pensiones y de Cesantías (“AFP” o “Administradoras”) tienen a su cargo la gestión

de portafolios de inversión para terceros en cuantía aproximada de \$263.4 billones a cierre de 2018; al contar únicamente inversiones y operaciones con derivados, e incluir los recursos de las Administradoras, el saldo es de 258.2 billones, de los cuales 88% corresponden a pensiones obligatorias, 6% a pensiones voluntarias, el 4% a cesantías y 2% a la sociedad administradora (SFC, 2018).

117. Dos presentaciones de discusión de estas ideas son (Laffont & Tirole, 1993) y (Mautino, 2016).

118. Véanse Decreto ley 663 de 1993 o Estatuto Orgánico del Sistema Financiero.

119. Ley 50 de 1990 (artículos 99 y siguientes). Esta reforma laboral estableció un régimen especial de cesantías que impone a los empleadores liquidar y pagar anualmente a los trabajadores un “auxilio” por intermedio de los Fondos de Cesantías manejados por Sociedades Administradoras de Fondos de Cesantías.

120. Ley 100 de 1993 por la cual se crea el Sistema de Seguridad Social Integral. Esta ley establece un Sistema General de Pensiones integrado por dos regímenes diferentes que coexisten en competencia: Solidario de Prima Media con Prestación Definida (o de prestación definida) gestionado por una entidad estatal a través de un patrimonio autónomo, y Ahorro Individual con Solidaridad (o contribuciones definidas) gestionado a través de Fondos de Pensiones Obligatorias por Sociedades Administradoras de Fondos de Pensiones.

121. El Decreto ley 656 de 1994 estableció el régimen jurídico y financieros de las Sociedades Administradoras de Fondos de Pensiones. Así mismo autorizó que tales fondos pudiesen ser gestionados por la Sociedades Administradoras de Fondos de Pensiones y de Cesantía lo que implicó la posibilidad de fusionar las operaciones de las dos clases de entidades en una sola.

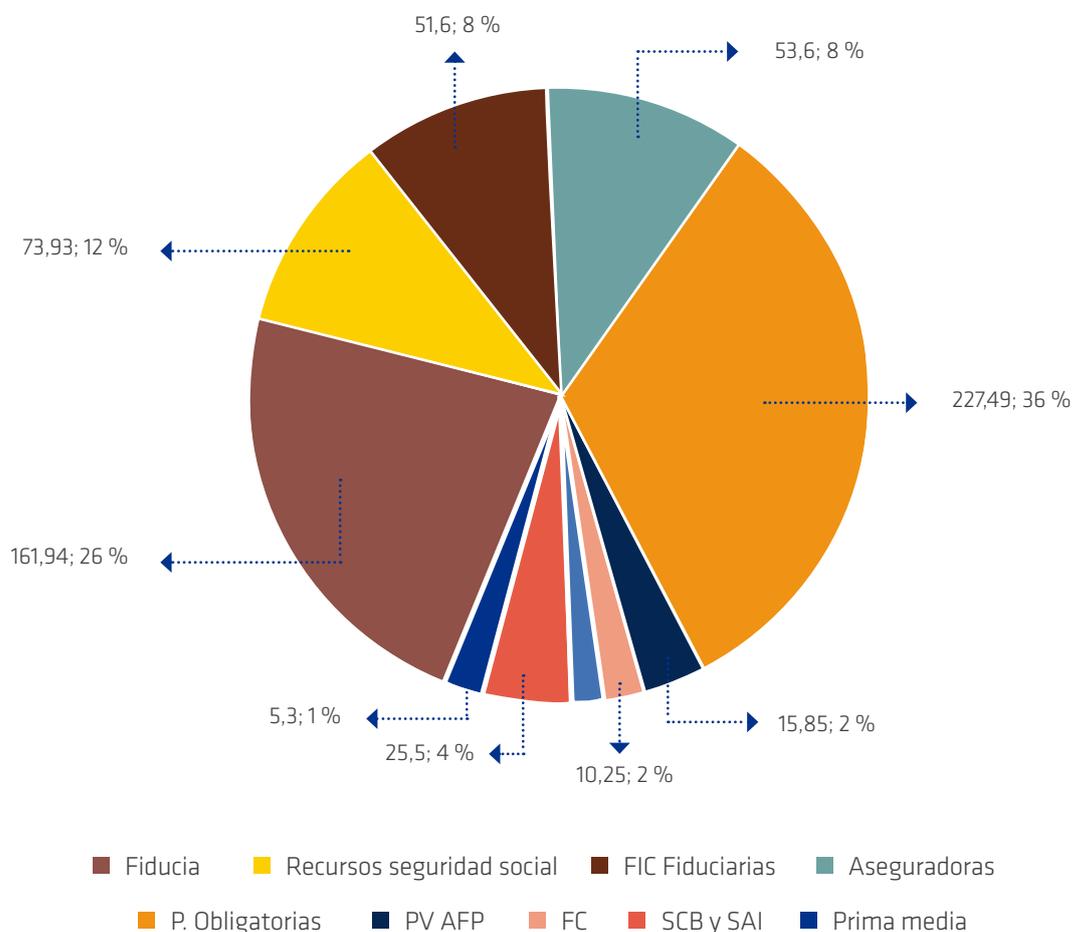
122. Decreto 2513 de 1987 por el cual se establece el Régimen Jurídico de los fondos de pensiones de jubilación e invalidez. Estos vehículos también denominados “fondos de pensiones voluntarias” pueden ser gestionados por entidades aseguradoras de vida y sociedades fiduciarias.

123. Colfondos [Conglomerado Financiero Scotiabank Colombia], Porvenir [Conglomerado Financiero Aval], Protección [Conglomerado Financiero Sura – Bancolombia], y Skandia [Conglomerado Financiero Skandia Colombia].

124. Porvenir y Protección.

GRÁFICO 64.

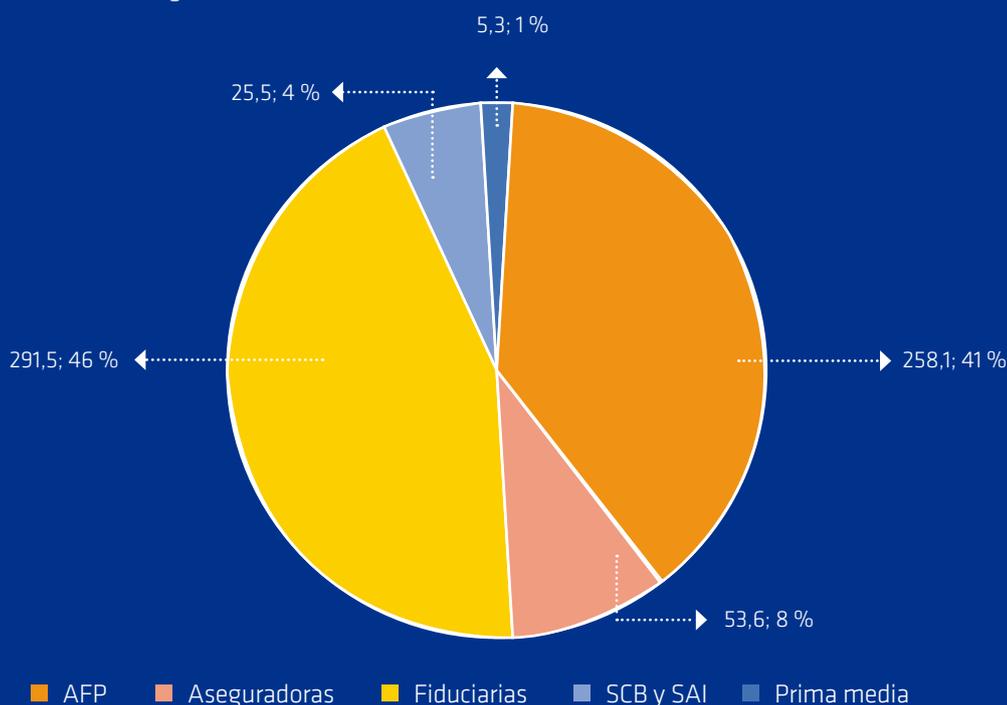
AUM Industria Asset Management Colombia Bn



Fuente: SFC. Cálculos propios

GRÁFICO 65.

AUM Industria Asset Management Colombia Bn



Fuente: SFC. Cálculos propios.

El conjunto de los fondos gestionados por las AFP a cierre de 2018 representa el 41% de los activos bajo administración de la industria de administradores de recursos, excluyendo disponible (Gráficos Nos. 64 y 65), y el 33.7% del PIB lo que pone de presente no sólo la importancia que ese ahorro privado de largo plazo tiene para la economía nacional, sino también que tales entidades son agentes esenciales en la demanda por activos e instrumentos financieros.

Es oportuno señalar, sin embargo, que el mandato exclusivo de las Administradoras es servir al mejor interés de los aportantes en función del régimen jurídico aplicable a cada de los fondos gestionados, y no – de ninguna manera – que estos sirvan al desarrollo del mercado de capitales.

En ese sentido lo fundamental es entender si el régimen jurídico-financiero previsto para las Administradoras y la regulación establecida para la gestión de los diferentes fondos incorporan un diseño de incentivos alineado con el mejor interés de los ahorradores, y evaluar los efectos en la conducta de aquellas y los resultados para estos.

Ahora, como es natural, un determinado diseño de incentivos para alcanzar el obje-

tivo exclusivo de los diferentes fondos gestionados por las AFP tiene efectos que se proyectan sobre el desarrollo del mercado de capitales.

Esos efectos, derivados, pero no secundarios, son críticos porque el mercado de capitales es el conjunto de canales e instrumentos disponibles para asignar recursos del ahorro hacia la inversión, así como para transferir y gestionar profesionalmente los riesgos a los que están expuestos todos los agentes económicos.

En la óptica del mercado de capitales la importancia de las Administradoras, como se indicó, es cardinal en varias dimensiones en tanto que su conducta delineada por la regulación determina la cantidad, diversidad y liquidez de los valores e instrumentos que pueden ser ofrecidos.

De otro lado, en esa perspectiva del mejor interés de los trabajadores, por ejemplo, la única función objetivo válida en la gestión de los fondos de pensiones obligatorias es perseguir para cada uno la más alta tasa de reemplazo posible para la etapa de retiro, dadas unas condiciones, que se construye con el esfuerzo del ahorro personal y los rendimientos capitalizados en horizon-

tes de inversión considerablemente largos (30, 40 años).

En esas condiciones la cuestión es cómo pueden las Administradoras satisfacer la promesa de alcanzar la más alta tasa de reemplazo si, por otra parte, están sujetas a un complejo arreglo de incentivos que, además de coadministrar la asignación estratégica de activos por la vía de un régimen de inversión sujeto a reglas y cupos estrictos, les impone como obligación obtener resultados de rentabilidad mínima medidas en el corto plazo, en lugar de establecer criterios que les permitan gestionar de manera más asertiva y profesional tanto los riesgos financieros individuales de los trabajadores como premiar un mejor desempeño financiero de largo de los portafolios de inversión del ahorro obligatorio.

En suma, el arreglo de incentivos moldea la conducta tanto del principal (los ahorradores) como de los agentes (las Administradoras), facilita o interfiere en la consecución del objetivo, y tiene efectos, benignos o perversos, sobre los mercados. En esa dirección, entonces, conviene ocuparse con algún detenimiento de unos y otros.

MÉTODOS PARA LA GESTIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES OBLIGATORIAS:

El paso a los multifondos

La Ley 100 al delinear el Régimen de Ahorro Individual estableció que los aportes para pensiones (obligatorios y voluntarios) debían acreditarse en cuentas individuales a nombre de cada trabajador y organizadas en un solo patrimonio autónomo (denominado “fondo de pensiones obligatorias”), a las cuales debían abonarse los rendimientos proporcionales obtenidos por las inversiones realizadas con los recursos gestionados.

Esa organización, que seguía los lineamientos del modelo chileno, prontamente evidenció la necesidad de modificaciones en la medida que la gestión de los recursos no estaba alineada con los muy disímiles perfiles socio demográficos de los trabajadores aportantes.

En efecto a un mismo patrimonio autónomo estaban vinculados trabajadores con diferentes edades, carreras laborales, sendas salariales, profesiones y oficios o composición del grupo familiar, y en general, distintas necesidades financieras de corto, mediano y largo plazo. Más aún, elementales consideraciones financieras desaconsejaban mantener una misma composición de portafolio para todas las personas si, de otro lado, se tenía presente que el riesgo de portafolio no era el mismo entre diversas cohortes respecto de la proximidad a cumplir con los requisitos para obtener una pensión.

Esas y otras consideraciones motivaron la primera reforma legal significativa al régimen jurídico y financiero de las Administradoras en tanto que las autorizó para gestionar más de un fondo de pensiones, incorporando de esa manera el *esquema de multifondos* con sujeción a la parametrización que estableciera el Gobierno en ejercicio de las facultades de intervención¹²⁵.

El Gobierno, con arreglo a las facultades de intervención para regular a las Admi-



nistradoras, definió el primer esquema de multifondos¹²⁶ determinando la existencia de tres fondos de pensiones obligatorias para la etapa de ahorro o acumulación (*Conservador, Moderado y Mayor Riesgo*) perfilados según el género, y la edad hasta la cual puede permanecer vinculados. Igualmente, se estableció un fondo (*Retiro Programado*) para la época de pensión o desacumulación¹²⁷.

En la regulación, así mismo, se definieron los regímenes de inversión y rentabilidad mínima propios de los respectivos multifondos, las reglas para que los trabajadores eligieran entre los diferentes patrimonios de una misma Administradora y la asignación por defecto en caso de no hacerlo, así como de convergencia hacia el Conservador en función de la edad del afiliado a medida que se acerca a la edad de pensión.

Como resultado de esa regulación el antiguo fondo de pensiones obligatorias único se transformó en el Moderado siendo el más representativo frente a los demás multifondos en la medida que concentra el 80% del total de los recursos de multifondos y el 93% del total de afiliados a los fondos de pensiones (véanse **Gráfico 66** y **Gráfico 67**). El resultado quizás se deba a la precaria cultura económica y financiera de los afiliados, así como a la poca difusión que recibió el cambio por parte de las Administradoras y las autoridades.

125. Ley 1328 de 2009, artículo 24 (incorporado como literal m) del artículo 48 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero). “Establecer las normas pertinentes para la gestión, por parte de las sociedades administradoras, tanto en el período de acumulación como en el de desacumulación, de diferentes fondos de pensión en el Régimen de Ahorro Individual con Solidaridad, incluyendo i) la definición del número de fondos, el cual no podrá exceder de cuatro (4), incluyendo el Fondo Especial de Retiro Programado; ii) los regímenes de inversión de cada fondo, que entre otros deberán considerar tipos y porcentaje de activos admisibles según el nivel de riesgo; iii) la rentabilidad mínima aplicable a estos de conformidad con lo previsto en el artículo 101 de la Ley 100 de 1993; iv) las reglas obligatorias y supletivas de asignación de las cuentas de ahorro individual a los distintos fondos, que deberán considerar los aportes y la edad del afiliado; v) posibilidades de elección por parte de los afiliados, los traslados entre los fondos y vi) el régimen de ajuste gradual al esquema de “multifondos”. En desarrollo de lo establecido en este literal se autoriza al Gobierno Nacional para diseñar y reglamentar un esquema de multifondos en el Régimen de Ahorro Individual con Solidaridad, compuesto, en su etapa de acumulación, por tres (3) fondos, conservador, moderado y de mayor riesgo y, en su etapa de desacumulación un fondo especial para los pensionados de retiro programado.”

126. Véase Decreto 2373 de 2010 por el cual se establece el esquema de multifondos para la administración de los recursos de pensión obligatoria del régimen de ahorro individual con solidaridad y para las pensiones de retiro programado y se reglamenta parcialmente la Ley 1328 de 2009.

127. El Fondo de Retiro Programado gestiona recursos de los pensionados mientras que el saldo individual sea suficiente para comprar una renta vitalicia superior a un salario mínimo.

128. Este fondo era el Moderado, pero con el decreto 959 de 2018, se cambió al fondo de Mayor Riesgo.

GRÁFICO 66.

AFP: Fondos de Pensiones Obligatorios. Marzo 2019

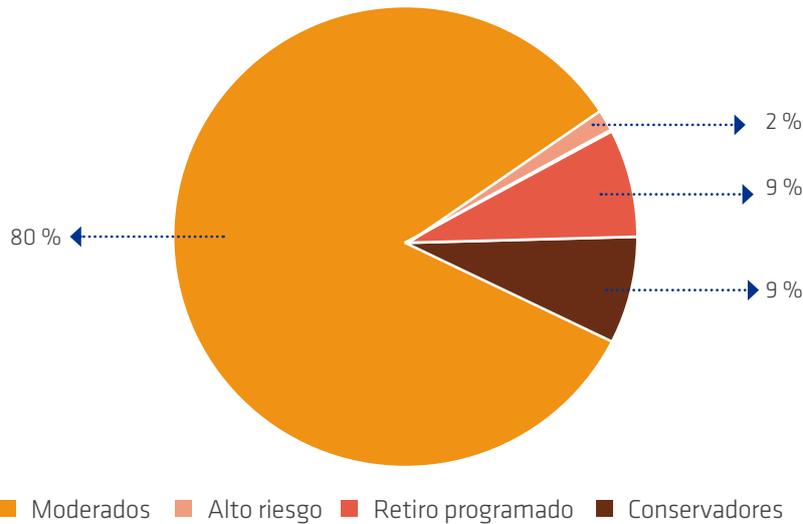
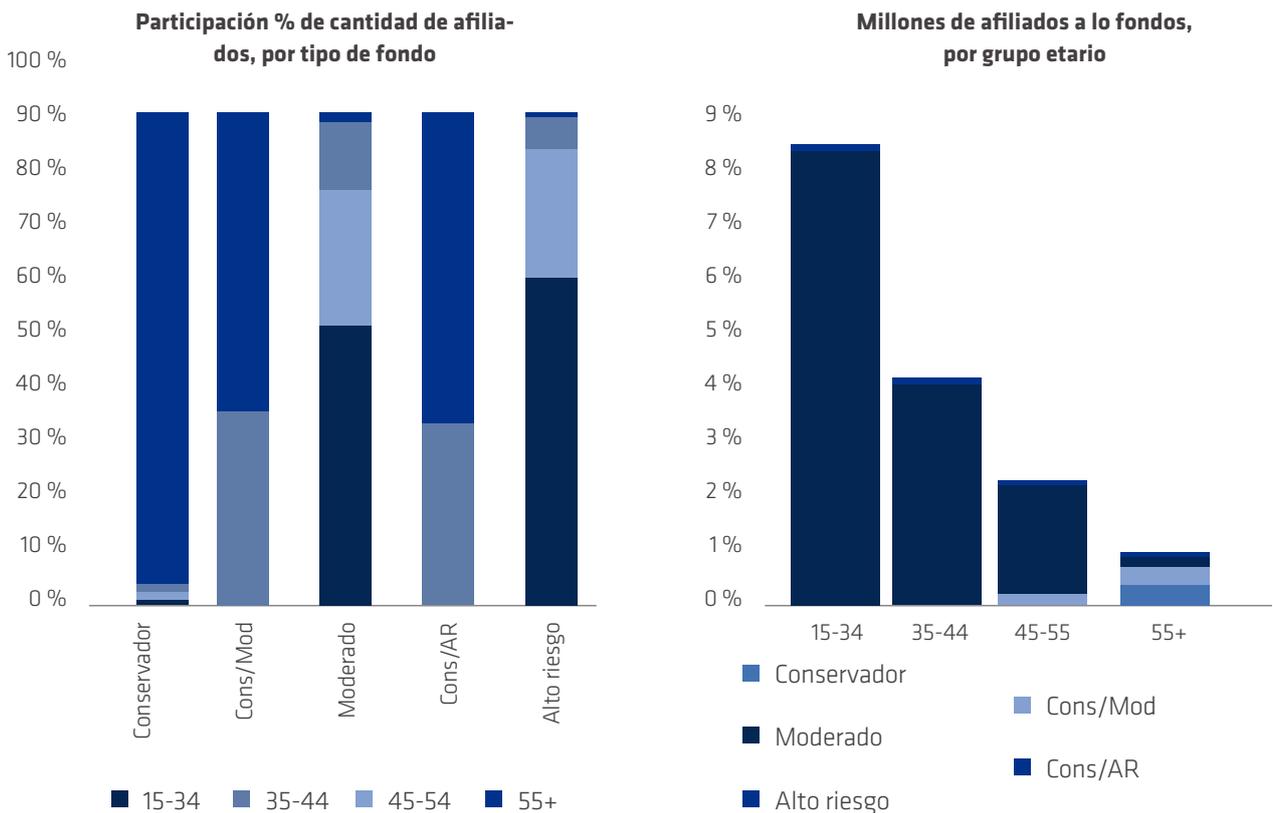


GRÁFICO 67.

Fondos de Pensiones Obligatorios. Diciembre 2018



Fuente: Extraídos de (Petrecolla, 2019)

En 2018 la regla de asignación por defecto fue modificada para que el flujo de nuevos aportes de quienes no eligieran entre los diferentes multifondos se dirija hacia los fondos de Mayor Riesgo y Moderado dependiendo del género y edad, los cuales paulatinamente convergerán hacia el Conservador con lo cual

se espera una mejor asignación del riesgo entre los portafolios para las diferentes cohortes de trabajadores.

Los cambios en esas reglas, cuya aplicación inició en marzo de 2019, es un paso en la dirección correcta que es susceptible de ser

perfeccionado profundizando en la segmentación y perfilamiento de los afiliados a los fondos de pensiones en el propósito de acercarse a la promesa de tratamiento verdaderamente individual de sus necesidades y expectativas en el futuro cuando cumplan con los requisitos para pensionarse.



“

...necesidades y expectativas en el futuro cuando **cumplan** con los **requisitos para pensionarse.**”

MÉTODOS PARA LA GESTIÓN DE LOS FONDOS DE CESANTÍAS:

Un fondo dos portafolios

La forma de gestión de los fondos de cesantías se concibió para administrar en cuentas individuales de un patrimonio autónomo único por AFP los aportes correspondientes al auxilio.

En la teoría esos recursos sólo debían retirarse a la finalización del contrato de trabajo por cualquier causa, pero la práctica enseñó que la mayor parte del recaudo anual era retirada por los trabajadores activos haciendo uso de las causales autorizadas como excepción¹²⁹, haciendo que el auxilio concebido para proveer al trabajador de ingresos en periodos de desempleo se transformara en un salario adicional para ciertos segmentos de la población¹³⁰.

Dado el comportamiento estacional de los recursos de los fondos de cesantía se abrió paso en 2009 para que a las Administradoras se les permitiera estructurar dos portafolios para dicho fondo¹³¹.

En ese contexto, el Gobierno estableció que en un mismo fondo de cesantía coexistirían dos tipos de portafolios de inversión configurados en función de los periodos de permanencia de los afiliados en el fondo, uno denominado *Corto Plazo* (concebido para inversiones inferiores a un año)¹³², y otro designado como *Largo Plazo* (cuyo horizonte es superior a un año).

La modificación, además, permitió a los trabajadores distribuir entre los dos portafolios de inversiones los recursos, y si en caso de no hacerlo estableció una regla de asignación por defecto para los nuevos aportes que se dirigen a Corto Plazo desplazándolos anualmente hacia Largo Plazo si no fueran retirados durante aquel periodo.

REGÍMENES DE INVERSIÓN DE LOS FONDOS

de pensiones y fondos de cesantía

El régimen de inversiones de los recursos de los fondos de pensiones obligatorias y de los fondos de cesantías si bien ha evolucionado en el tiempo para permitir una amplia diversidad de activos admisibles como posibilidad de inversión fue concebido originalmente para responder a un patrón de reglas, límites o cupos que, en la práctica, evidencia un método draconiano en virtud del cual el Estado coadministra la gestión de los portafolios.

El paradigma normativo para regular la forma en que se deben invertir los recursos gestionados por las AFP está inspirado en lo dispuesto en la Ley 100 en la medida que el Gobierno está obligado a establecer un régimen orientado a *garantizar su seguridad, rentabilidad y liquidez*, para lo cual deben sujetarse a *límites que deben considerar, entre otros, tipos y porcentajes de activos admisibles según el nivel de riesgo*¹³³.

Ese paradigma ha permeado, como se presenta más adelante, otros regímenes de inversión de los diferentes agentes que gestionan recursos institucionales reforzando de esa manera la correlación entre los flujos de demanda y oferta en el mercado de capitales.

Si bien el esquema de multifondos se orientó a establecer cierta diferenciación entre los distintos tipos fondos de pensiones obligatorias, particularmente para el de Mayor Riesgo al incorporar el concepto de rentabilidad ajustada por riesgo¹³⁴, el resultado regulatorio presenta más semejanzas que las diferencias que se aprecian en el margen.

En efecto la simple lectura de los regímenes de inversión previstos para cada uno de los multifondos del Régimen de Ahorro Individual¹³⁵ y para los fondos de cesantía¹³⁶ permite afirmar que la regulación hace énfasis en la definición de los tipos los activos admisibles para inversión, y límites a la inversión de estos activos y de grupos de activos¹³⁷.

Tres ejemplos de las semejanzas son que (i) sólo se permite la inversión en títulos de deuda privada local si está calificada por sociedades calificadoras de riesgo, y en el caso de inversiones en el exterior esta calificación debe ser mínimo grado de inversión, excepto para deuda pública; (ii) la inversión en una emisión de los fondos administrados por una AFP no podrá superar el 30% de la emisión (para la suma de los fondos de pensiones obligatorias); y (iii) inversiones en vinculados no pueden exceder el 8% del fondo¹³⁸.

Las similitudes también están en las diferencias en el margen dado que los límites y cupos en los tipos activos de mayor que teóricamente tienen mayor riesgo se restringen o reducen a medida que el tipo de multifondo converge hacia el Conservador en el caso de los fondos de pensiones obligatorias y de Corto Plazo tratándose del fondo de cesantías.

RÉGIMEN DE RENTABILIDAD

y reserva de estabilización

Las Administradoras, desde su creación, están obligadas a garantizar una rentabilidad mínima a los afiliados en la gestión de los fondos de cesantías y los fondos de pensiones obligatorias, cuyo método de cálculo ha sido modificado de tiempo en tiempo por el Gobierno en ejercicio de las facultades de regulación.

El esquema actual de rentabilidad mínima, previsto en la Ley 1328¹³⁹, ha sido parametrizado por el Gobierno¹⁴⁰ como una reducción de la ponderación entre la rentabili-



dad de un componente de referencia y la rentabilidad promedio del sistema, para ventanas de tiempo preestablecidas¹⁴¹.

Excepcionalmente, el fondo de Retiro Programado define su rentabilidad mínima sin el componente de pares, calculando el promedio ponderado de índices de mercado definidos por la Superintendencia Financiera¹⁴², disminuido en 35%, o 300 puntos básicos (el que resulte inferior).

El incumplimiento de la rentabilidad mínima impone a las Administradoras cancelar la diferencia con cargo a su propio patrimonio, afectando en primer término la reserva de estabilización de rendimientos¹⁴³.

El Gobierno, igualmente, tiene la facultad de establecer la parametrización de la *reserva de estabilización*¹⁴⁴, que desde la creación de las Administradoras se fijó en el 1% del valor de cada fondo gestio-

nado (sean pensiones o cesantías), monto que debe estar conformado con recursos propios de cada AFP, y ser invertido en unidades de los respectivos patrimonios autónomos. Esta reserva tiene como destino único garantizar el cumplimiento de la rentabilidad mínima.

Como resultado de esta regulación, en la práctica, las Administradoras son individualmente el cliente de mayor tamaño de cada uno de los fondos gestionados. Ese factor, por supuesto, incide en la conducta de la AFP.

La composición entre rentabilidad mínima y reserva de estabilización denota en una deficiente alineación de incentivos en la medida en que la exigencia de capital es bastante alta para las Administradoras lo que, sumado a la forma de remunerar su gestión, puede disuadir a nuevos agentes a ingresar a este mercado.



RÉGIMEN DE COMISIONES

de las Administradoras

La forma en que se remunera a las Administradoras es sustancialmente diferente entre los fondos de cesantías y los fondos de pensiones obligatorias: en el primer caso, la comisión se calcula como un porcentaje de los activos bajo administración¹⁴⁵; y, en el segundo, exclusivamente sobre el flujo de aportes efectuados por los afiliados. Dada la importancia de este asunto, a continuación, se presenta una explicación más amplia.

A

Comisiones en los fondos de cesantías

El régimen de gastos y comisiones aplicables a los fondos de cesantías es determinado por la Superintendencia Financiera¹⁴⁶ que tiene autorizado a las Administradoras el cobro de comisiones de administración para cada uno de los portafolios, así como una adicional por concepto de retiro anticipado, cobros que únicamente proceden si se ha cumplido con la rentabilidad mínima.

El nivel máximo de comisiones de administración vigente¹⁴⁷ es del 1% anual para el Portafolio de Corto Plazo, y del 3% anual para el Portafolio de Largo Plazo, liquidada sobre el saldo de cada portafolio; a su tur-

129. La Ley 50 autoriza que los recursos depositados en las cuentas individuales sean retiradas por los trabajadores, además de la terminación del contrato de trabajo, para compra y remodelación de vivienda propia, y el pago de matrículas en instituciones de educación superior del trabajador y su grupo familiar.

130. La Gráfica 28 incluida en el numeral 2.2.2 del Capítulo II, pone en evidencia el lento crecimiento de estos recursos.

131. Véase Ley 1328 de 2009, art. 24.

132. Decreto 4600 de 2009 por el cual se modifica el régimen de las Sociedades Administradoras de Fondos de Cesantía.

133. Véase Ley 100 de 1993, artículo 100, modificado por el artículo 51 de la Ley 1328 de 2009 (Reforma Financiera).

134. Véase inciso tercero del artículo 100 de la Ley 100 de 1993, modificado por el artículo 51 de la Ley 1328 de 2009.

135. Véase Decreto 2555 de 2010, Libro 6, Título 12.

136. Véase Decreto 2555 de 2010, Libro 6, Título 8.

137. (Salamanca & et al., 2019 (2)) describe el resultado actual como una consecuencia del momento de su introducción en el que se buscó garantizar un nivel mínimo de diversificación y probar el desempeño de las administradoras, y sugiere la "revisión de la existencia de muchos de ellos".

138. Artículo 2.39.3.1.6 del Decreto 1486 de 2018.

139. El artículo 52 de la Ley 1328 de 2009 (Reforma Financiera) modificó el contenido originalmente previsto en el artículo 101 de la Ley 100 de 1993.

140. Véase Decreto 2555 de 2010, Parte 2, Libro 6, Título 5 para fondos de pensiones, y Título 9 para fondos de cesantías.

141. La reducción y ponderación dependen del fondo. Para el fondo moderado, por ejemplo, la ventana de tiempo es 4 años, la reducción es 35% o 300 puntos básicos (lo que reduzca más), y la ponderación es 20% el componente de referencia y 80% el promedio del sistema. Para el fondo de Cesantías de Corto Plazo no se usa el promedio del sistema y su ventana de cálculo es de 3 meses.

142. Decreto 59 de 2018, que entró a regir en enero de 2018.

143. Las Administradoras han incurrido en defectos de rentabilidad mínima sólo en cuatro ocasiones: una respecto de un fondo de pensiones obligatorias (1996), y tres en el caso de los fondos de cesantías (dos en 1996 y una en 2000).

144. Véase Decreto 2555 de 2010, Parte 2, Libro 6, Título 4.

145. Asset Under Management - AUM, por sus siglas en inglés.

146. Véase Estatuto Orgánico del Sistema Financiero "Artículo 160. Reglamento. Todo fondo de cesantía deberá tener un reglamento de funcionamiento, aprobado de manera general o individual por la Superintendencia Bancaria, el cual debe contener, a lo menos, las siguientes previsiones: ...b) El régimen de gastos y comisiones conforme a las disposiciones que establezca la Superintendencia Bancaria, y (...)"

147. Véase Circular Básica Jurídica, Parte II, Título III, Capítulo III, subnumeral 1.3.

no, la comisión por concepto de retiro anticipado no puede exceder del 0.8% sobre el monto del respectivo retiro.

Cabe indicar, como hecho relevante, que todas las Administradoras cobran los porcentajes máximos autorizados, lo cual denota poca presión competitiva y baja contestabilidad en el mercado relevante.

Finalmente es oportuno señalar que con cargo a las comisiones canceladas por la gestión de los fondos de cesantía las Administradoras solamente deben cancelar, como costo exógeno, la prima por concepto del seguro de depósito a Fogafin.

B

Comisiones en los fondos de pensiones obligatorias

El régimen de comisiones que pueden cobrar las Administradoras en el caso de los fondos de pensiones obligatorias, en contraste, es sustancialmente distinto.

Lo anterior porque la comisión de administración no tiene relación alguna con el volumen de recursos administrados o su rentabilidad, el límite está previsto en la ley, y la destinación no es exclusiva para la Administradora.

En efecto, la comisión de administración se causa como un porcentaje fijo del flujo de aportes que mensualmente se recauda de la población afiliada en función del Ingreso Base de Cotización (IBC) de cada afiliado¹⁴⁸, lo que pone en evidencia que el incentivo está diseñado para que las Administradoras vinculen a la mayor cantidad de población al Régimen de Ahorro Individual, ojalá entre los trabajadores formales que tengan los salarios más altos.

El límite de la comisión de administración, de otro lado, es el 3% del IBC. Sin embargo, no es percibido en su totalidad por las Administradoras porque está destinado por ley a financiar los gastos de administración, la prima de seguros de Fogafin, y las primas de los seguros de invalidez y sobrevivientes¹⁴⁹.

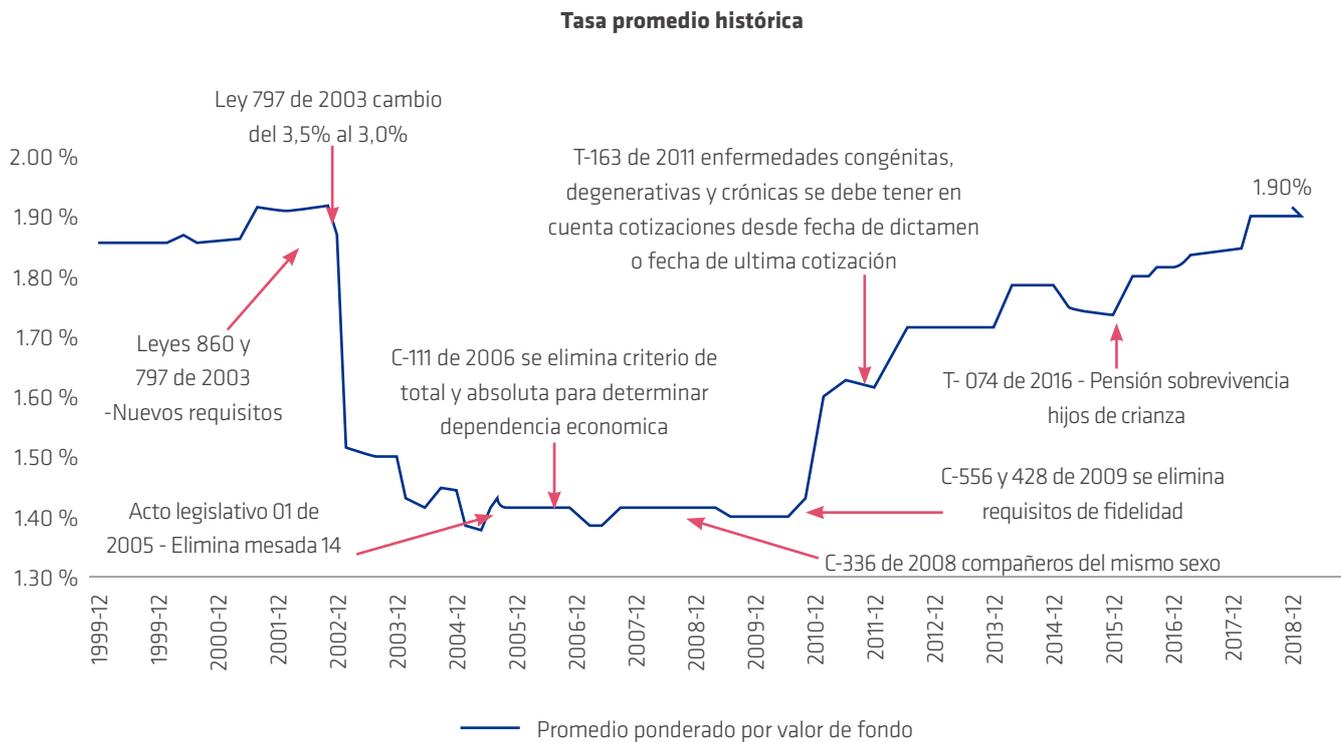
Entre los costos que deben ser absorbidos por la comisión de administración, según la indicada distribución, el más significativo está representado por la prima del seguro previsional que ampara a los afiliados cotizantes (y su grupo familiar) por los riesgos de invalidez y muerte de origen no profesional¹⁵⁰.

En efecto, la prima del seguro previsional que debe ser contratada por las Administradoras con una entidad aseguradora que tenga autorizado el ramo. Como se observa en el **Gráfico 68** diferentes decisiones judiciales tanto respecto de los requisitos habilitantes para acceder a este seguro o como del nivel de beneficios a pagar han determinado que el costo promedio haya alcanzado su nivel más alto desde 1993¹⁵¹.



GRÁFICO 68.

Evolución del costo del seguro previsional



Fuente: Fasecolda

En ese contexto, el costo de la prima, que es un factor exógeno a la actividad de las Administradoras en relación con los gastos en que incurre por la operación del régimen y la gestión de los recursos de los fondos de pensiones obligatorios, es primordial o determinante al tiempo de establecer el monto de comisión neta por administración que pueden cobrar dichas entidades.

Con todo, si se compara el nivel promedio de la comisión neta de administración que perciben las AFP respecto a los rendimien-

tos obtenidos para los fondos de pensiones obligatorias queda en evidencia que es muy alta respecto de los primeros años de la vida laboral y muy baja para los años próximos al retiro¹⁵².

Cabe señalar que el régimen de comisiones buscó ser modificado por la Ley 1328¹⁵³ a propósito de la incorporación del esquema de multifondos, con ocasión de lo cual el Gobierno, en ejercicio de las facultades de intervención para regular, puede establecer *un elemento adicional*

de comisión calculado sobre el desempeño de los fondos, y que a la fecha no ha sido desarrollado. La regulación que desarrolle lo previsto en la Ley 1328, sin embargo, se enfrenta a limitaciones derivadas de la evolución del costo promedio de la prima del seguro previsional.

Lo anterior porque si bien es posible incorporar un elemento adicional - esto es, diferente al consagrado en la Ley 100 - que debe estar atado al mejor desempeño de diferentes fondos de pensiones que incen-

148. El artículo 20 de la Ley 100 de 1993 establecía la comisión no excedería del 3,5% del Ingreso Base de Cotización, norma que fue reformada por el artículo 20 de la Ley 797 de 2003 mediante la cual se redujo al 3%, y se destinó el 0,5% restante a la financiación parcial del Fondo de Garantía de Pensión Mínima del Régimen de Ahorro Individual con Solidaridad; actualmente, a dicho fondo se destina el 1,5% del IBC y es cancelado únicamente por los afiliados a dicho régimen.

149. Véase artículo 20 de la Ley 100 de 1993, modificado por el Artículo 7 de la Ley 797 de 2003. La tasa de cotización es el 16% del IBC. los trabajadores deben efectuar un aporte adicional del 1% con destino destinado al Fondo de Solidaridad Pensional cuando los ingresos del cotizante sean superiores a cuatro salarios mínimos. El monto total del aporte debe ser pagado en un 75% por el empleador y 25% por el empleado. Así mismo, los afiliados al Régimen de Ahorro Individual deben efectuar un aporte incremental de hasta el 1,5% del IBC para financiar el Fondo de Garantía de Pensión Mínima de ese régimen.

150. Los riesgos de invalidez y sobrevivencia (ARL) originados de origen profesional se contratan y financian de manera independiente.

151. Por elementos que se exhibirán posteriormente, el mercado para la oferta del seguro previsional es débil.

152. Numéricamente, esta estructura representa comisiones muy altas para etapas tempranas de la vida laboral, y muy bajas para etapas maduras: suponiendo un costo del seguro previsional del 2%, y una rentabilidad real constante de 3%, las comisiones sobre AUM decrecen desde 9% el primer año de cotización hasta 0,2% después de 30 años de cotización, aproximadamente en línea con lo anotado por (ANIF, 2014, Julio 1.). Buscando una equivalencia a lo largo de todo el periodo, estas comisiones bastarían para cubrir costos para la AFP de 0,5% de AUM. Claro, la estructura de costos de una AFP es más compleja, y es una combinación del volumen de flujos de cotización, de AUM, y de costos fijos de operación. Esta es una línea en la que se debe profundizar para poder parametrizar una estructura de comisiones adecuada.

153. El artículo 24 de la Ley 1328 de 2009 facultó al Gobierno para intervenir la el régimen de comisiones, mediante la adición del literal n) al artículo 48 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero en los siguientes términos "n) Determinar el esquema de comisiones por la administración de los recursos de los Fondos de Pensiones obligatorias, que en cuanto a la comisión por aportes obligatorios deberá incorporar un componente calculado sobre los aportes y otro sobre el desempeño de los diferentes Fondos de Pensiones que incentive la mejor gestión por parte de las administradoras."

tive la mejor gestión de los recursos por parte de las administradoras, siempre que en ningún caso el ciento por ciento (100%) de la comisión total de administración de aportes obligatorios sea calculado sobre el ingreso base de cotización, lo cierto es que la comisión total sigue atada en su destinación o uso a financiar las primas de los seguros de invalidez y sobrevivientes¹⁵⁵.

Con otras palabras, con independencia del diseño y calibración de la comisión total de administración su regulación al amparo de las normas vigentes puede derivar en un arreglo de incentivos aún más problemático que el vigente mientras no se independice del costo de las primas del seguro previsional y se establezcan mecanismos para absorber las desviaciones de la tarifa técnica asociadas a las decisiones judiciales.

Las Administradoras, por último, en relación con el Fondo Retiro Programado pueden cobrar una comisión de administración del 1% de los rendimientos abonados (con límite en 1.5% de la mesada pensional) que puede ser insuficiente si se compara con el nivel establecido para los fondos de cesantía.

El cambio de paradigma regulatorio y retos de la reforma

En suma, los retos que se enfrentan en el diseño de incentivos adecuados para alinear los intereses de las Administradoras con sus afiliados son enormes, pues, es natural que se tienda a entender que su defensa deba estar asociada a elementos de protección definidos por el carácter de obligatorio que tiene su ahorro, lo cual explica por qué la regulación tiene enfoque de limitar el campo de acción de las Administradoras.

En efecto lo que delata el conjunto normativo vigente es un enfoque por reglas que persiguen es coadministrar las decisiones de las Administradoras en los diversos ámbitos en que deben actuar.

Así, por ejemplo, el ambiente normativo en lugar de establecer los estándares y principios para que Administradoras, como entidades profesionales, determinen el perfil de



riesgo (individual) de sus afiliados, segmenten su universo de afiliados según características generales (edad e IBC, por ejemplo), estudien el “pasivo” desde un punto de vista basado en conceptos de unidades de pensión futura, diseñen el correspondiente portafolio orientado a gestionar eficientemente el riesgo del pasivo, y determinen los requisitos mínimos para definir inversiones como admisibles, establece un conjunto de reglas rígidas con las cuales se busca suplementar este ejercicio que es propio de los gestores.

En suma, el ambiente normativo aplicable a las Administradoras implícitamente se endereza a modelar la forma en que estás toman decisiones, asumiendo que ese método contribuye a salvaguardar mejor los intereses de los trabajadores.

Es natural interpretar esta situación como respuesta a la búsqueda de un sistema que proteja fuertemente a los afiliados. Sin embargo, conceptualmente esta protección se puede lograr por otras vías que refuercen el carácter profesional de las Administradoras con un adecuado arreglo de incentivos regulatorios que enfoque correctamente la gestión de los portafolios de inversión hacia el largo plazo junto con un robusto gobierno corporativo.

En esencia, lo importante es propender por la obtención de las más altas tasas de reemplazo del salario devengado a lo largo de la vida laboral (pensiones), en lugar del cumplimiento de una rentabilidad mínima que involucra el comportamiento de los pares, y que no está diseñada para optimizar

la variable objetivo, que es la pensión de largo plazo del afiliado.

En efecto, el numerario de medición de los ahorros pensionales es el peso colombiano. Medir las rentabilidades con base en esta denominación agrega ruido a la gestión del riesgo de los pensionados. La alternativa debe ser la definición de la variable que se busca optimizar; (Walker, 2005) sugiere introducir la unidad de pensión como numerario sobre el cual definir rentabilidades y riesgos de los portafolios pensionales. En Colombia, en ocasiones, se usa el salario mínimo como una unidad de medida. La definición debería acercarse más al poder adquisitivo y a las necesidades de consumo de los futuros pensionados¹⁵⁶. Eso, sin embargo, no debe confundirse con una medición referida a la inflación en sí misma considerada dado que introduciría un sesgo complejo de gestionar.

Específicamente, los límites de inversión direccionan las inversiones, sin consideración de esta variable objetivo, ni evidencia que se establece un sistema más seguro o un entorno de mayor rentabilidad, en detrimento de una búsqueda asertiva de un portafolio eficiente para cada afiliado.

En síntesis, la regulación debe sentar un ambiente propicio para que las Administradoras, como las entidades profesionales que son, tengan incentivados enderezados inequívocamente a perseguir resultados a partir de la estructuración de una frontera eficiente para la inversión de los recursos de cada uno de los trabajadores. Lo anterior

implica un cambio de paradigma que abandone el enfoque basado en reglas a cambio de uno centrado en los principios de gestión de riesgos.

En esa línea, (Salamanca & et al., 2019) sugiere moverse hacia una asignación de reglas de hombre prudente en cabeza de las Administradoras, justamente con el ánimo de evolucionar del esquema planteado en la creación de los fondos de pensiones y

traordinario. Sin embargo, al examinar la rentabilidad real desde 2011, cuando inició el esquema de multifondos, por contraste ha sido del 3.52% que luce insuficiente para alcanzar tasas de reemplazo como las esperadas por la sociedad¹⁵⁹.

El señalado nivel enfrenta presiones a futuro causadas particularmente por el envejecimiento de la población, así como la caída global de tasas de interés, lo cual su-

torno favorable para la existencia de diversidad de alternativas de inversión.

La **Tabla 15** muestra la mínima correlación de rentabilidades mensuales desde la creación de multifondos en abril de 2011 hasta abril 2019 (entre las seis parejas posibles para cuatro Administradoras) de los distintos fondos gestionados, incluyendo cesantías, la cual se observa una muy alta correlación entre las AFP, más allá de la correlación natural que se encontraría a través de Asset Managers.



los fondos de cesantías, pensado para una adecuada diversificación y para evitar una excesiva toma de riesgos¹⁵⁷.

Por otro lado, la combinación de la rentabilidad mínima con el esquema de comisiones vigente, que carece de un componente variable y que incluye el pago de un seguro previsional (para los fondos de pensiones obligatorias) que no tiene relación con la administración de los portafolios, distorsiona los objetivos y la gestión. De hecho, la publicación de rentabilidad de los fondos se exhibe de forma absoluta para una ventana de tiempo, sin mención del verdadero riesgo pensional.

Como se mencionó en la Sección II, la rentabilidad real promedio de los fondos moderados ha sido 8.03% real¹⁵⁸ desde 1993, magnitud que sugeriría un resultado ex-

giere urgencia en la necesidad de revisar tanto el diseño de los incentivos que tienen las Administradoras para gestionar el ahorro obligatorio como la forma en que se decide la inversión de los recursos de los fondos de pensiones obligatorias.

La situación es similar para el caso de fondos de cesantías. El portafolio de Largo Plazo exhibe rentabilidades reales alrededor de 2%¹⁶⁰, lo cual no se compece con el nivel de comisión de administración autorizado del 3%.

Como efecto del diseño actual, donde la rentabilidad mínima se basa en la rentabilidad de la industria, se promueve una alta correlación de los flujos y las rentabilidades de los fondos de pensiones, en detrimento de una sana competencia, afectando el mercado de capitales al no propiciar un en-

154. Ley 1328 de 2009, Artículo 104.

Comisiones. Las administradoras cobrarán a sus afiliados comisiones de administración, incluida la comisión de administración de cotizaciones voluntarias de que trata el artículo 62 de esta ley, cuyos montos máximos y condiciones serán fijadas por la Superintendencia Financiera de Colombia, la cual deberá seguir el procedimiento que señale el Gobierno Nacional para el efecto. Dicho procedimiento deberá contemplar la revisión periódica de tales montos y condiciones con base en estudios técnicos. Tratándose de la comisión de administración de aportes obligatorios, la misma incorporará un componente calculado sobre el ingreso base de cotización, el cual se sujetará a los límites consagrados en el artículo 20 de esta ley, y otro calculado sobre el desempeño de los diferentes Fondos de Pensiones que incentive la mejor gestión de los recursos por parte de las administradoras.

En ningún caso el ciento por ciento (100%) de la comisión total de administración de aportes obligatorios será calculado sobre el ingreso base de cotización. No obstante lo establecido en el inciso 1° de este artículo, corresponderá al Gobierno Nacional reglamentar las condiciones y montos del componente de la comisión de administración de aportes obligatorios calculado sobre el mejor desempeño de los Fondos de Pensiones gestionados.

155. Véase Ley 100 de 1993, artículo 20.

156. Una alternativa plausible es el diseño de una canasta de consumo tipo para una persona pensionada. El número de canastas que se pueden adquirir con la mesada pensional es un candidato natural para la unidad de medición de las pensiones.

157. Véase (Salamanca & et al., 2019 (2))

158. Información de la página de la SFC: <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/9122>.

159. Para el fondo Conservador es 3.74%, para el de Mayor Riesgo es 3.85% y para Retiro Programado es 4.05%. Estas rentabilidades son las de cierre de marzo 2019.

160. La SFC reporta únicamente las rentabilidades de los últimos dos años; la rentabilidad real se reporta únicamente desde 2019. La rentabilidad real bianual reportada para mayo 2019 para el promedio del sistema fue 0.92%.

TABLA 15.

Mínima correlación de rentabilidades mensuales entre AFP desde la creación de multifondos en abril 2011

FC LP	FC CP	FPO MODERADO	FPO CONSERVADOR	FPO MAYOR RIESGO	FPO RP
95.9%	63.2%	97.6%	97.3%	96.5%	96.7%

Fuente: FC; cálculo propio

Por último, la amenaza de caer por debajo de la rentabilidad mínima captura el enfoque de las Administradoras, en cuanto estas perciben un alto riesgo de desviarse del *Asset Allocation* de la industria, en la medida que sus incentivos son mínimos pese a que las desviaciones pueden capturar beneficios más altos para determinados segmentos de afiliados.

Con otras palabras, la medición del desempeño (rentabilidad mínima) perjudica la toma responsable de riesgo basada en el diseño de una estrategia de inversión que persiga situarse en la frontera eficiente definida para cada perfil de riesgos de los portafolios, y más importante aún, de las necesidades individuales, personalísimas, de cada trabajador en consideración no sólo de su edad y género, sino considerando las demás variables socio demográficas que deberían ser tenidas en cuentas por un profesional cuya especialidad es la administración de ahorro de largo plazo.

Cabe señalar que la estructura de ingresos de las Administradoras se divorcia, así mismo, de la típica forma en que se remunera a los *Asset Managers* en el ámbito internacional – y que, dicho sea de paso, corresponden exactamente a la función económica que desarrollan las AFP)¹⁶¹.

En efecto, en la práctica internacional las comisiones pagadas a los *Asset Managers* dependen del rendimiento de los portafolios, medidos sobre los activos bajo administración (AUM), y típicamente se integran por un componente fijo (dirigido a cubrir costos de operación), y otro variable (la utilidad por el servicio de gestión, diseñado para alinear incentivos entre el agente y el principal).

Ahora, en el caso de las Administradoras la situación excede dicho estándar, enten-

diendo su responsabilidad ampliada en componentes operativos y de servicio relacionados con las distintas etapas del ahorro de los afiliados. En ese sentido, es necesario que una modificación al esquema de comisiones de las AFP permita desarrollar esa operación particular mediante el reconocimiento de los costos en que se incurre por ese concepto.

Para el caso colombiano, la estructura de remuneración de las Administradoras debería ser diseñada en forma similar y ser medida, como atrás se sugirió, en función de unidades de consumo de largo plazo de manera que los incentivos estén debidamente alineados con el mejor interés de los trabajadores afiliados a los fondos de pensiones obligatorias.

Un reto que emerge de buscar un esquema de comisiones alineado con la rentabilidad de los afiliados es la naturaleza de muy largo plazo de los ahorros. Remunerar en el corto plazo una gestión de largo plazo cae en la problemática de no considerar la rentabilidad completa; sin embargo, no es realista exigir a un administrador esperar décadas para entregarle su compensación¹⁶².

Como se anotó, los fondos de cesantías manejan comisiones sobre AUM; 1% para el portafolio de corto plazo y 3% para el de largo plazo. Esta parametrización puede estar en un momento adecuado para ser revisada, analizando la estructura de costos que exige la administración de un fondo de cesantías, y comparando con estándares internacionales para comisiones cobradas por *Asset Managers* en general.

De otro lado, dada la estructura de la propiedad en Colombia que se replica sin solución de continuidad en el sistema financiero, es evidente que la alineación de incentivos debe ser igualmente examinada a la luz de la com-

posición accionaria de las Administradoras, que puede llevar a que se vean enfrentadas a situaciones de conflicto de interés al tiempo de decidir cómo se invierten los recursos ahorrados obligatoriamente.

El conflicto puede presentarse cuando las Administradoras deben escoger entre invertir en dos activos o instrumentos con una relación riesgo / retorno similar uno de los cuales es ofrecido o emitido por entidades relacionadas o vinculadas con aquellas o sus accionistas¹⁶³.

En ese sentido, si bien la regulación vigente establece reglas orientadas a manejar el conflicto, incluidas las previstas en el caso de los holdings y conglomerados financieros¹⁶⁴, es evidente que existe un amplísimo espacio de mejora para robustecer el gobierno corporativo que asegure la transparencia en la toma de decisiones, la independencia de las áreas de riesgo e inversiones, así como de los miembros de los comités respectivos, y en la información que deben tener a disposición de los trabajadores que forzosamente deben ahorrar a través de los fondos gestionados por las Administradoras.

Otro aspecto en el que el ambiente normativo vigente implica una forma de coadministración, y exige un nuevo diseño, hace relación con los incentivos que tienen las Administradoras para conocer mejor y perfilar adecuadamente a los ahorradores.

Si bien con la incorporación del esquema de multifondos se avanzó en ese aspecto, permitiendo una diferenciación entre afiliados, al asignarlos a uno de tres segmentos según su género y edad, lo cierto es que ese arreglo no considera la amplia diversidad de perfiles de los afiliados según clasificación socio demográfica (nivel salarial, carrera laboral, composición del grupo familiar, etc.), y por tanto el perfil de riesgo que pueden o deben asumir.



165. Véase Decreto 2555 de 2010. Parte 2. Libro 6. Título 10 para el caso de los fondos de pensiones obligatorias incluye el número total de semanas cotizadas, el capital neto ahorrado, los rendimientos abonados durante el período reportado, y las deducciones realizadas a las cotizaciones. En el caso de los fondos de cesantía, además, establece el derecho de los afiliados a conocer la composición de los portafolios, y exige a las administradoras informar a los afiliados de sus derechos y obligaciones y los efectos de la selección entre los distintos portafolios disponibles.

En ese sentido la asignación preestablecida en el esquema de multifondos vigente puede ser insuficiente como correlación respecto del perfil de riesgo de los afiliados, en cuanto ignora la diferenciación que los portafolios deberían tener con base en el objetivo de los recursos (que a su vez debería basarse en una noción de unidades de pensión futura). Así mismo porque relaja el deber profesional de las Administradoras en cuanto las disuade de trabajar en un perfilamiento y una segmentación de la población que esté mejor alineada con el objetivo de diseñar portafolios diferenciados que vayan más allá de

uno por cada tipo de fondo (Conservador, Moderado y Mayor Riesgo).

Con otras palabras, la regulación debe ser diseñada para hacer que el régimen de ahorro sea *genuinamente* individual. Eso implica, que los incentivos que deban perseguir las Administradoras deben centrarse en propender la satisfacción de las necesidades individuales, personalísimas, de cada trabajador que escoge vincularse a un fondo de pensiones obligatorias.

Ese arreglo de incentivos, así mismo, tiene efectos en el comportamiento de los afiliados.

liosa, es insuficiente. En ese campo, existe amplio espacio para brindar mayor transparencia en el manejo del ahorro pensional, involucrar más a los afiliados, educarlos en el entorno de ahorro pensional, informar los principios de las estrategias de inversión y la idoneidad de las inversiones en activos e instrumentos ofrecidos o emitidos por entidades relacionadas con las Administradoras. En resumen, es imperativo hacer partícipes a los afiliados del proceso de gestión de sus ahorros.

En el conjunto de elementos planteados se sugiere la necesidad de modificar los incentivos previstos en la normatividad vigente que determinan la forma en que se gestionan los fondos de pensiones obligatorias y los fondos de cesantías.

En ese sentido, una reforma al arreglo de incentivos debe propender por un diseño que se enfoque en la adecuada gestión del riesgo de los afiliados, que es optimizar su nivel de pensión futura, por medio de elementos tales como (i) propiciar la disciplina de los administradores en su proceso de análisis de riesgo e inversión, (ii) mejorar la administración del riesgo de los recursos de ahorro de largo plazo, (iii) alinear incentivos de las Administradoras con el mejor interés de sus afiliados, (iv) premiar el manejo eficiente de los portafolios, (v) reenforzar la regulación para buscar una protección más asertiva con los intereses de los afiliados.

161. Numéricamente, esta estructura de comisiones en el caso de los fondos de pensiones obligatorias representa comisiones muy altas para etapas tempranas de la vida laboral, y muy bajas para etapas maduras, en efecto, suponiendo un costo del seguro previsional del 2%, y una rentabilidad real constante de 3%, las comisiones sobre AUM decrecen desde 9% el primer año de cotización hasta 0.2% después de 30 años de cotización, aproximadamente en línea con lo anotado por (ANIF, 2014, julio 1.).

162. La industria global ha diseñado herramientas de solución parcial a estos problemas. Uno es el Clawback, mecanismo que facilita revertir comisiones. Otro es el concepto de High Watermark, que define máximos locales en el valor de la unidad del fondo para establecer puntos adecuados a partir de los cuales medir la rentabilidad de periodos específicos.

163. Esta discusión se limita a los conflictos de interés generados al interior de Holdings y Conglomerados Financieros. No sobra resaltar que el Capítulo IV del Título III de la parte II de la Circular Básica Jurídica establece las reglas de gobierno corporativo para el proceso de inversiones de las Administradoras, independientemente de su pertenencia a una Holding.

164. Las cuales incluyen límites, y condiciones para precisar la independencia de las áreas de riesgo e inversión.

El precario conocimiento y educación económica de los trabajadores lleva a que enfoquen la evaluación de la gestión de las Administradoras en resultados de corto plazo, exacerbando el bajo interés por conocer cuáles son los objetivos de largo plazo perseguidos a través de los diferentes portafolios y como se adelanta la gestión de sus ahorros, aspectos que refuerzan el desinterés de aquellas por comunicar por qué toman ciertas decisiones, como ocurre, por ejemplo, en lo relacionado con la inversión realizada en activos e instrumentos ofrecidos o emitidos por firmas vinculadas, conduciendo que inversiones legítimas y responsables sean proscritas o descalificadas por la opinión pública sin análisis previo.

La información que se revela a los afiliados¹⁶⁵, incluida la entregada en los extractos de cuenta y la derivada del cumplimiento de la obligación de doble asesoría, sin duda va-

Ahora, enfocar la regulación hacia principios de gestión de riesgos exige supervisar con los mismos principios. Esto implica un cambio importante en el paradigma con el que se define la regulación, de revisar el cumplimiento de límites y reglas, a constatar la idoneidad de los modelos y metodologías de gestión de riesgo de los agentes vigilados.

En esa dirección, en el Toronto Centre se expone un conjunto de características y principios para una supervisión basada en riesgos. Elementos como priorizar según importancia de riesgos, tener un enfoque dinámico y prospectivo, y orientar la supervisión hacia los resultados son algunos puntos que pueden tomarse como guía para esta nueva supervisión. La SFC ya ha empezado un importante trabajo en esta dirección, y el llamado es a seguir por ese camino y profundizar su im-

plementación de forma armónica con los cambios regulatorios¹⁶⁶.

Por lo expuesto, tal redireccionamiento actuaría fuertemente en favor del mercado de capitales al aumentar la competencia y contestabilidad de la gestión de las Administradoras, establecer un entorno propicio para la demanda institucional de instrumentos de inversión, remover elementos innecesarios que favorecen la correlación de flujos de la demanda, y aumentar el universo de posibilidades de inversión de los fondos de pensiones y cesantías.

En ese sentido el enfoque propuesto refuerza la misión de las Administradoras pues, en el caso de los fondos de pensiones obligatorias, propende por una gestión eficiente del ahorro obligatorio con el fin de optimizar las tasas de reemplazo que sustituirán en el futuro el ingreso de los afiliados; y para las cesantías una gestión más próxima a las necesidades del mediano plazo en caso de desempleo.

El enfoque, en consecuencia, en ningún momento pierde de vista que el mandato de las Administradoras en relación con los recursos de ahorro obligatorio gestionados es y debe ser siempre actuar en el mejor interés de los trabajadores, no el desarrollo del mercado de capitales; ahora, un diseño asertivo de la regulación que persiga lo primero está alineado con lo segundo.

Los recursos gestionados por las AFP tanto en el presente como hacia el futuro, dados su tamaño y estabilidad de largo plazo, son un factor determinante para la oferta de valores e instrumentos en el mercado de capitales.

La combinación actual de incentivos vigentes – reglas, límites y cupos de inversión, rentabilidad mínima, etc. –, restringe la posibilidad de ofrecer en el mercado diversidad de activos e instrumentos de diferentes niveles riesgo / retorno, impone cierto nivel de coordinación en la conducta de oferentes y demandantes en el mercado, tienen un impacto amplio no sólo en la capacidad de establecer inversiones idóneas para la búsqueda de pensiones saludables para sus afiliados, sino también – indirectamente – en la dinámica del mercado de capitales.

El cambio de paradigma, más propiamente, el enfoque sugerido hacia adelante

para que la regulación incorpore un diseño adecuado de incentivos tendría, además, una consecuencia virtuosa para las finanzas públicas pues, en la medida que las tasas de reemplazo sean mayores, la exposición fiscal por cuenta de la garantía de pensión mínima se reducirá en el largo plazo, y naturalmente, habrá un mayor nivel de ahorro privado disponible para apalancar el crecimiento del país.

El enfoque regulatorio propuesto, así mismo, debe permear la definición de los regímenes de inversión aplicables a otros inversionistas institucionales. Es urgente que se les permita gestionar, con autonomía y responsabilidad, los riesgos propios que subyacen la naturaleza de los respectivos portafolios, contribuyendo a la deseable descorrelación entre los flujos de oferta y demanda por activos e instrumentos en el mercado de capitales.

En esta línea, y consistente con lo planteado en las recomendaciones de la Sección 3.2, la regulación debe permitir que las Administradoras puedan contratar mandatos de inversión en virtud de los cuales el riesgo y responsabilidad que retengan las AFP estén circunscritos a la diligencia debida en la selección de los proveedores de los servicios y en el aseguramiento de las condiciones de servicio debidos.

166. Véase "Risk-Based Supervision", Toronto Centre, 2018

167. Exacerbada por la concentración del ahorro obligatorio en cuatro agentes, dos de los cuales gestionan el 80% de los recursos del sistema.

En relación con la profundización de la competencia, un elemento que puede considerarse es una mayor facilidad de cambio entre las Administradoras para los afiliados. Sin embargo, una discusión en esa línea debería considerar la falta de mecanismos para gestionar traslados masivos, en lo que respecta la transferencia o liquidación y recompra de activos.

Corolario de lo expuesto, las recomendaciones que se plantean más adelante buscan perfeccionar los mecanismos de gestión privada de los recursos de ahorro obligatorio a cargo de las Administradoras.

Finalmente, es preciso tener en cuenta que el enfoque propuesto implica adelantar el conjunto de reformas como un solo paquete en la medida que tanto su diseño como calibración debe formularse y ejecutarse de manera conjunta.

Lo anterior porque la escogencia entre las distintas propuestas puede conducir a diseños equivocados o peor aún tener efectos contraproducentes.

En ese sentido, la implementación debe ser cuidadosamente meditada para permitir una adaptación plausible de los agentes al nuevo enfoque, en la medida que son múltiples los cambios que deben asumir.



RECOMENDACIONES RELATIVAS AL ARREGLO DE INCENTIVOS PARA MEJORAR EL SISTEMA DE AFP

La Comisión, a propósito de su entendimiento de la regulación aplicable a las sociedades administradoras de fondos de pensiones y de cesantías (“AFP”), la problemática que suscita para un mejor desempeño para beneficio de los afiliados a dichos fondos, así como los efectos secundarios sobre el desarrollo y profundidad del mercado de capitales, considera prioritario formular un conjunto de recomendaciones encaminadas a que se adopten las reformas necesarias para perfeccionar el arreglo de incentivos.

La Comisión considera que un mejor diseño en el arreglo de incentivos permitirá que las AFP, como entidades autorizadas a ejercer la actividad de manejo e inversión de los recursos captados del público en forma obligatoria, puedan desplegar todas sus capacidades profesionales para potenciar los beneficios que sus afiliados recibirán al final de su vida laboral.

La Comisión, finalmente, estima que el conjunto de recomendaciones planteadas a continuación deberá facilitar una mejor dinámica del mercado de capitales si continúan perfeccionándose los mecanismos de gestión profesional de los fondos de pensiones obligatorias del Régimen de Ahorro Individual con Solidaridad en la medida que constituyen la más importante fuente de ahorro de la economía colombiana.



1

La regulación debe procurar una mayor disciplina de mercado

i.

El diseño de la regulación para la administración de los recursos captados del público en forma obligatoria (fondos de pensiones obligatorias y fondos de cesantías) debe procurar una mayor disciplina de mercado en la forma establecida en el Pilar 3 de Basilea III.

ii.

La regulación, en consecuencia, debe establecer fuentes adecuadas de información que influyan en la conducta y decisiones adoptadas por la Alta Dirección de las AFP e incorporar incentivos financieros apropiados para recompensar a las entidades bien administradas y mecanismos para que no puedan eludir las consecuencias de sus decisiones.

2

La regulación para las administradoras de los fondos de pensiones obligatorias y los fondos de cesantías debe establecerse por “objetivos o principios de riesgo”

169. Véase “Optimal Portfolios in Defined Contribution Pension Systems”, Walker, 2005. Este trabajo resalta la conveniencia de este cambio de numerario en el análisis y gestión de riesgos de portafolios pensionales. En Colombia suelen usarse múltiplos del salario mínimo; no obstante, es deseable ahondar en la construcción de este concepto de forma que considere las necesidades de consumo del futuro pensionado.

i.

La regulación para las AFP debe concebirse con un enfoque por objetivos o principios de riesgo que considere la naturaleza de los recursos bajo administración, diferenciando entre los fondos de pensiones obligatorias y los fondos de cesantía.

En ese sentido la regulación debe propender por una profundización en el perfilamiento de los afiliados a los diferentes fondos de forma que se diseñen portafolios consistentes con segmentos que se definan más allá de los tres existentes actualmente (Conservador, Moderado, y Mayor Riesgo), y que pueden depender de la edad, carrera laboral y nivel salarial, así como de otras variables que se consideren valiosas para segmentar los afiliados.

La regulación que se expida debe atribuir a las AFP la responsabilidad de adelantar el referido perfilamiento y la definición de los segmentos correspondientes.

ii.

La regulación en el caso de los fondos de pensiones obligatorias debe incorporar, además, el concepto de unidades de pensión o consumo del futuro pensionado como variable objetivo sobre la cual se debe cuantificar el riesgo; es decir, cambiar de un numerario en pesos a un numerario que represente el poder adquisitivo del futuro pensionado¹⁶⁹.

3

La supervisión de las AFP debe efectuarse con un enfoque de gestión de los riesgos asociados a la naturaleza de los recursos administrados y el perfil individual de los afiliados a los fondos gestionados

170. Véase “Risk-Based Supervision”, March 2018, Toronto Center.

i.

La regulación por objetivos o principios debe ser supervisada con un enfoque de gestión de los riesgos administrados - Risk-Based Supervision¹⁷⁰.

ii.

La Superintendencia Financiera debe afianzar el modelo que viene aplicando en esa materia, reconociendo las diferencias naturales respecto de las AFP, para asegurar que la supervisión se transforme en un diálogo profesional que haga énfasis en el mejor interés de los afiliados a los fondos de pensiones obligatorias y los fondos de cesantías.

4

La regulación del régimen de inversiones de los recursos de los fondos de pensiones obligatorias y de los fondos de cesantías debe orientarse por principios, en lugar de reglas

i.

La regulación de los regímenes de inversión de los recursos de los fondos de pensiones obligatorias y los fondos de cesantía debe ser más sencilla para alinearse con los *principios de hombre prudente* en los que prima la gestión de los riesgos de los portafolios administrados en función del mejor interés de los diferentes grupos de afiliados a los fondos gestionados.

ii.

Una regulación alineada con los *principios de hombre prudente* debe considerar, sin embargo y dada la estructura de propiedad de las firmas en la economía colombiana, la necesidad de establecer límites estrictos para la inversión de los recursos administrados en entidades vinculadas con una AFP bien sea porque sean parte de una Holding Financiera o de un Conglomerado Financiero o porque estén relacionadas con un mismo grupo económico o empresarial.

Es deseable que el Gobierno, conforme evolucione el mercado de capitales, reduzca paulatinamente el límite de inversión en entidades vinculadas.

4

La regulación del régimen de inversiones de los recursos de los fondos de pensiones obligatorias y de los fondos de cesantías debe orientarse por principios, en lugar de reglas

iii.

La regulación, en consecuencia, debe abandonar el esquema de reglas, cupos y límites vigentes, incluyendo los relativos a la clase de activos, tipos de instrumentos, emisiones individuales y compraventa de divisas.

Sin perjuicio de lo anterior, el Gobierno debe evaluar la conveniencia de modificar la definición del universo de activos admisibles para inversión en forma coherente con los cambios que adopte sobre el régimen de inversiones de los recursos administrados por las AFP para ajustarlos a los *principios de hombre prudente*.

En esa misma dirección la regulación debe suprimir la exigencia de calificación para el universo de activos de admisibles como inversión, sin perjuicio de la facultad de las AFP para establecer en el gobierno del proceso de inversión cuándo requerirá la calificación de riesgo externo.

Finalmente, en caso en que la regulación establezca diferencias entre activos de origen local y externo, se recomienda que la misma defina como local la realizada en activos originados en países de la Alianza del Pacífico, para lo cual, además, deberá asegurar la plena eficacia de los límites en entidades vinculadas.

iv.

La regulación, en línea con la recomendación de adoptar una supervisión basada en riesgos, debe establecer los métodos y mecanismos para que las AFP informen al público la estrategia de gestión del pasivo correspondiente y de la medición de riesgo tanto para los diferentes fondos administrados como de los segmentos que defina para la construcción de portafolios diferenciados al interior de aquéllos.

En ese sentido, la regulación debe atribuir a las AFP la responsabilidad de definir e implementar una definición robusta de elementos tales como (i) la variable objetivo (unidades de pensión de los futuros pensionados), (ii) el proceso de selección de activos y composición estratégica de *Asset Classes*, (iii) *benchmarks* y *tracking errors*, y (iv) segmentación de afiliados en términos de los portafolios que respaldan sus ahorros pensionales.

La reforma al régimen de inversiones debe considerar un periodo de implementación cuidadoso que permita su adecuada calibración y la medición de su impacto en el mercado.

5

El régimen de rentabilidad mínima debe ser suprimido para dar cabida a un arreglo de incentivos financieros alineado con el mejor interés de los afiliados a los fondos de pensiones obligatorias y los fondos de cesantías

171. Recomendaciones en esta línea se presentan en la Sección 3.5 de este documento relativa al fortalecimiento del Gobierno Corporativo de las Entidades Vigiladas.

i.

La reforma legal al régimen financiero y jurídico de las AFP, como entidades autorizadas a ejercer la actividad de manejo e inversión de recursos captados del público, debe suprimir el régimen de rentabilidad mínima como paso previo a la implementación integral del numeral 4 de esta Sección.

ii.

La protección del mejor interés de los afiliados a los fondos de pensiones y cesantías debe ser asertiva y directa mediante un buen diseño de incentivos financieros, el robustecimiento de los estándares de gobierno corporativo de las administradoras, y un enfoque de principios basados en la gestión del riesgo de los afiliados y los recursos administrados¹⁷¹.

iii.

La reserva de estabilización de rendimientos debe correr la misma suerte que el régimen de rentabilidad mínima en la medida que ese mecanismo fue concebido para que las AFP tuviesen recursos líquidos para atender el pago en caso de defectos en la obtención del mencionado resultado.

Es deseable que el Gobierno, mientras se tramita la reforma legal, evalúe la conveniencia del nivel actual exigido para la reserva de estabilización.

El costo del seguro previsional cobrado por las aseguradoras de vida debe separarse de la remuneración que por concepto de administración de los fondos de pensiones obligatorias reciben las AFP

i.

La reforma legal al régimen financiero y jurídico de las AFP, como entidades autorizadas a ejercer la actividad de manejo e inversión de recursos captados del público, debe distinguir entre la remuneración de las AFP por la administración del Régimen de Ahorro Individual con Solidaridad y la gestión de los fondos de pensiones obligatorias (esto es, los directamente vinculados con la responsabilidad de las AFP) y el costo del seguro previsional contratado para amparar a los afiliados por el riesgo común de invalidez y muerte (sobrevivencia) durante la vida laboral.

En ese sentido la reforma debe establecer qué porcentaje máximo del aporte efectuado en forma obligatoria al Régimen de Ahorro Individual con Solidaridad debe destinarse a financiar el costo de la prima del seguro previsional.

ii.

La reforma legal al régimen financiero y jurídico de las AFP, como entidades autorizadas a ejercer la actividad de manejo e inversión de recursos captados del público debe, además,

A

Permitir la subasta del seguro previsional de forma diferencial para distintos segmentos de afiliados; esta segmentación puede considerar variables como edad, género e IBC;

B

Cargar estos costos a las cuentas individuales de los afiliados asegurados en cada periodo, distribuyendo el costo como una única proporción (sobre IBC) para todos los afiliados asegurados; y

C

Definir mecanismos a seguir en caso en que la mejor cotización (por segmento, o ponderado), supere un umbral máximo.

iii.

La reforma legal, además, debe asegurar mecanismos de cobertura estatal respecto de los riesgos que se materialicen por decisiones judiciales conforme a lo expresado en el numeral 2.2, subnumeral 4 de esta Sección III.

La remuneración de las AFP debe ser diseñada para dar cabida a un arreglo de incentivos financieros alineado con el mejor interés de los afiliados a los fondos de pensiones obligatorias y los fondos de cesantías

i.

La reforma legal al régimen financiero y jurídico de las AFP, como entidades autorizadas a ejercer la actividad de manejo e inversión de recursos captados del público, debe modificar la estructura de comisiones de las AFP.

ii.

La reforma legal debe permitir que el Gobierno, en ejercicio de las facultades de intervención en las actividades de manejo e inversión de los fondos de pensiones obligatorias y fondos de cesantías, diseñe la parametrización detallada y análisis de los siguientes aspectos, en concordancia con las demás recomendaciones expuestas en esta Sección.

A

Independizar el pago del seguro previsional de la comisión de administración, parametrizando cada uno de forma separada;

B

Definir la comisión de administración como la suma de un componente fijo y uno variable;

C

El componente fijo – la *comisión por administración* – debe permitir que se cubran los costos asociados a la operación del Régimen de Ahorro Individual con Solidaridad, lo cual podría implicar una eventual combinación entre el flujo de cotizaciones y un porcentaje pequeño de los activos bajo administración; y

D

El componente variable – la *comisión por desempeño* – definible como proporción de los rendimientos abonados a las cuentas individuales que excedan una rentabilidad objetivo para cada portafolio, la cual es parte del objeto de parametrización, y se basaría en las unidades de pensión del numeral 2, ii.

iii.

La parametrización debe considerar retos como la naturaleza de muy largo plazo de los ahorros pensionales, y el mecanismo de traspaso de afiliados entre AFP. Así mismo, la parametrización de esta comisión debe definir el horizonte de compensación a las AFP, posibilitando la introducción de elementos como *Clawbacks* y *High Watermarks*. Adicionalmente, es deseable que la definición de la comisión por desempeño considere el riesgo de la variable objetivo para evitar incentivos a una toma excesiva de riesgos.



8

El Gobierno debe tener facultades amplias que le permitan regular y fortalecer el gobierno corporativo de las AFP

172. Recomendaciones en esta línea se presentan en la Sección 3.5 de este documento relativa al fortalecimiento del Gobierno Corporativo de las Entidades Vigiladas.

i.

La reforma legal al régimen financiero y jurídico de las AFP, como entidades autorizadas a ejercer la actividad de manejo e inversión de recursos captados del público, debe ser acompañada de la facultad para que el Gobierno regule y establezca¹⁷²

A

Altos estándares de gobierno corporativo acorde con principios internacionales para *Asset managers*.

B

Altos estándares profesionales que deben cumplir las áreas encargadas de la cuantificación de riesgos y el análisis de inversiones.

C

Altos estándares encaminados a una mayor transparencia de información al afiliado acerca de la estrategia de inversión de sus ahorros, de los riesgos asociados a la construcción de su ahorro para la pensión, los costos asignados al fondo, y de la inversión en entidades vinculadas.



Notas de la implementación de estas recomendaciones

i.

La Comisión hace énfasis en que todas las recomendaciones planteadas en esta Sección dependen del robustecimiento del gobierno corporativo, y exigencia de altos estándares profesionales.

ii.

La Comisión hace énfasis en que todas las recomendaciones planteadas en esta Sección deben ser consideradas y adoptadas en conjunto, evitando cambios aislados en la medida que cada una depende de la otra para su correcto diseño e implementación.

iii.

La Comisión hace énfasis en que, dado el tamaño de los recursos administrados por las AFP y su impacto en el mercado de capitales, la implementación de las recomendaciones exige de una estrategia cuidadosa que permita una acomodación plausible para los agentes y un escenario en que un ritmo moderado de los cambios regulatorios permita su gradual robustecimiento.

3.2 REGULACIÓN APLICABLE A LAS ENTIDADES ASEGURADORAS Y SOCIEDADES DE CAPITALIZACIÓN

El sector asegurador colombiano está integrado por tres tipos de entidades, según sea la clase de riesgos que asumen, a saber: generales, vida y capitalización que explotan los diversos ramos autorizados en el país¹⁷³.

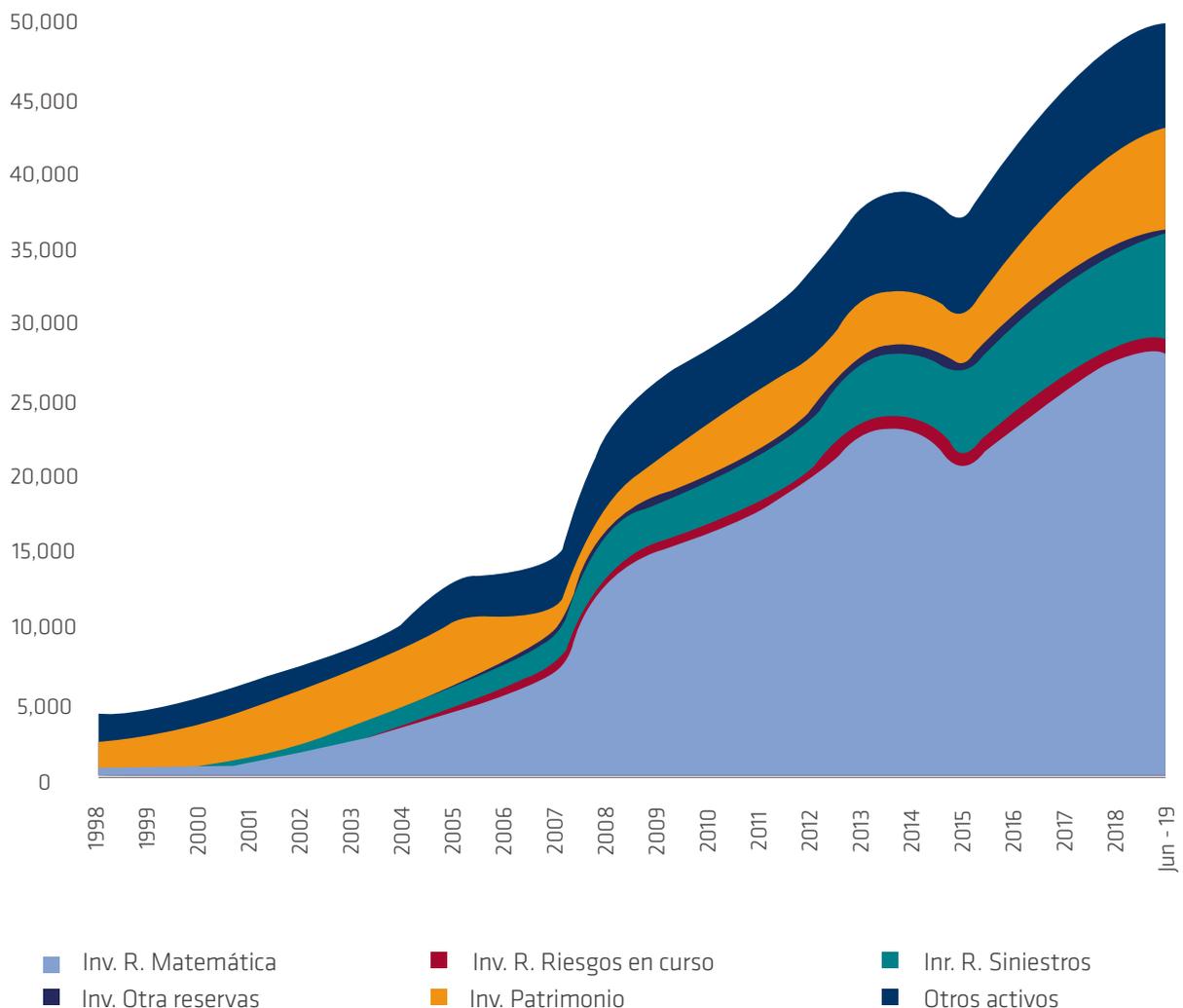
Las entidades aseguradoras cumplen una función esencial en la economía en la medida que permite la transferencia de riesgos entre agentes y, en el mercado de capitales dado que las primas emitidas para

ampararlos se invierten en diversos activos e instrumentos financieros.

A junio de 2019, los activos totales del sector asegurador ascendían aproximadamente a \$81.9 billones, de los cuales \$50.3 billones (61.4%) correspondían a seguros de vida, 30.6 billones (37.4%) a seguros generales, y \$1.0 billones (1.2%) a sociedades de capitalización; las distribuciones de las primeras dos se presenta en los Gráficos 69 y 70 siguientes.

GRÁFICO 69.

Activos compañías de seguros de vida (miles de millones de pesos constantes de 2019)

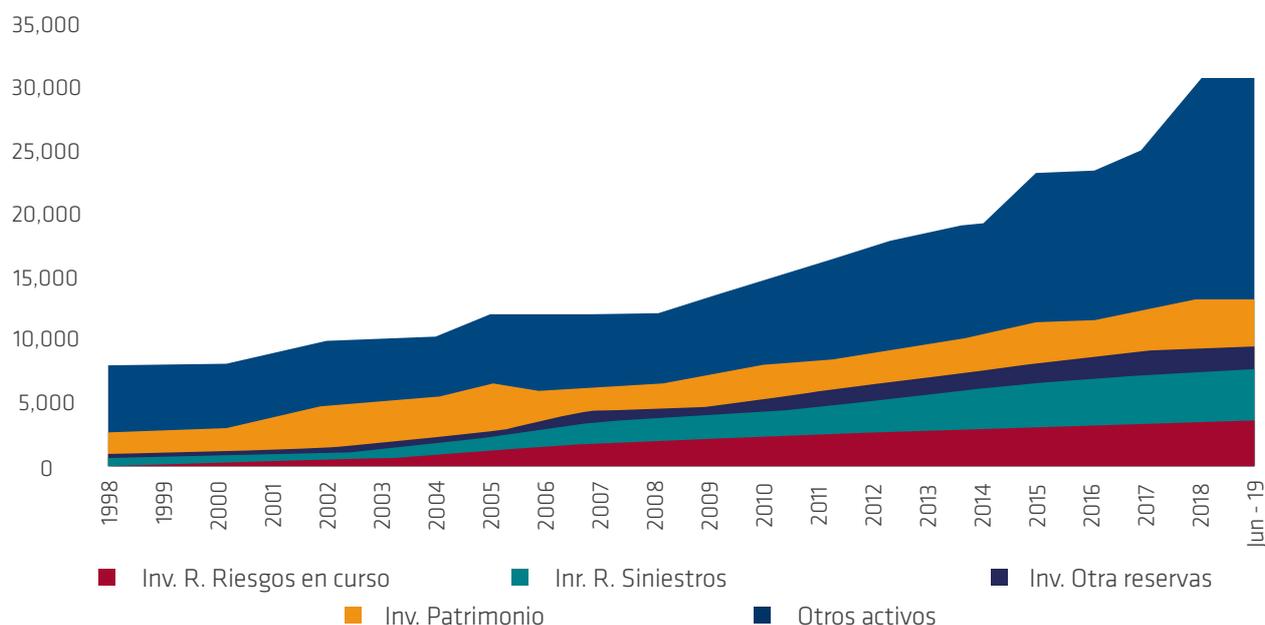


Fuente: Fasesolda

173. En riesgos generales: automóviles, crédito a la exportación, seguro obligatorio de accidentes de tránsito, incendio, terremoto, lucro cesante, cumplimiento, transporte; y para los riesgos de vida: vida individual, previsionales de invalidez y sobrevivencia y pensiones, pensiones en seguridad social (excluidos los planes alternativos de capitalización y pensión, riesgos profesionales, enfermedades de alto costo, y vida grupo.

GRÁFICO 69.

Activos compañías de seguros generales (miles de millones de pesos constantes de 2019)



Fuente: Fasecolda

Las reservas técnicas de las aseguradoras tienen como finalidad respaldar la realización de los riesgos asumidos en contra-prestación de las primas emitidas, y por tanto son gestores profesionales de recursos que pueden llegar a ser de terceros hasta tanto no se extinga, por cualquiera de los modos, la obligación condicional derivada del contrato de seguro.

Desde esa perspectiva, si bien las entidades aseguradoras son propietarias de los portafolios de inversión que respaldan las reservas se comportan como gestores de recursos de terceros, valga decir como verdaderos Asset Managers, más cuando los retornos obtenidos con ocasión de la gestión profesional de los portafolios, constituye parte de la rentabilidad de la operación aseguradora¹⁷⁴.

En sentido las entidades aseguradoras suelen considerarse bajo estándares internacionales como típicos *inversionistas institucionales*, que en el caso colombiano son fuente natural, relevante, en el mercado de capitales.

Ahora, los pasivos de distintos tipos de seguros presentan una amplia diversidad en riesgo (plazo, por ejemplo). A pesar de esto, frecuentemente elementos regulatorios se calcan de la regulación para fondos de pensiones. No obstante, de la misma forma que para AFP, una revisión de los elementos de

regulación podría tener impactos positivos en la capacidad de gestión del riesgo de las compañías de seguros, y a la vez propender por una actividad más protagonista en el mercado de capitales.

Una de las características que subyace a la actividad aseguradora radica en que las entidades pueden llegar a ser radicalmente diferentes, para riesgos generales y vida, derivado de que los ramos autorizados a cada tipo de compañía tienen, además de la frecuencia e intensidad de los riesgos, ciclos de negocio marcadamente distintos.

Así, por ejemplo, no existe semejanza alguna entre los ciclos de negocio del ramo de vida individual respecto de previsionales y menos aún entre aquellos frente a los ramos de vehículos o cumplimiento.

Esas diferencias, por construcción, suponen que la gestión de los riesgos que subyacen a las reservas de cada ramo en una entidad aseguradora sea diferente. O al menos debería serlo.

Sin embargo, la regulación financiera aplicable a las entidades aseguradoras no reconoce esas diferencias, lo que puede dar origen a que los accionistas y funcionarios de estas no tengan una apropiada alineación de incentivos entre ellos y menos aún frente a los tomadores de seguros.

Ejemplo de esa regulación es el régimen de inversión establecido para las reservas técnicas de las entidades aseguradoras y las sociedades de capitalización que, en esencia, replica lo definido para el fondo de pensiones obligatorio Moderado, con algunas diferencias marginales.

Esta situación parece partir de la premisa de homogeneidad de la naturaleza de las reservas de los distintos tipos de seguro de vida y generales, sin considerar que los pasivos administrados definen plazos y riesgos diversos. En adición, implícitamente se mapea el riesgo de estos pasivos al riesgo de los ahorros pensionales.

La regulación bajo ese enfoque de reglas, límites y cupos interfiere con los criterios y principios que deben regir la administración profesional de las entidades aseguradoras tanto respecto de la tasación técnica de las primas a emitir como en la gestión de los riesgos subyacentes a los portafolios que respaldan las reservas.

174. La otra fuente de ingresos, naturalmente, deviene del cálculo razonable de la probabilidad de ocurrencia del riesgo y la intensidad del daño, representada en la prima técnica.

175. Véase Decreto 2555 de 2010, Parte 2, Libro 31, Título 3.

Como se mencionó en la sección anterior, un enfoque que se base en principios de riesgo que exija a los administradores cuantificarlos y plantear estrategias para su correspondiente gestión, sería más asertiva en cuanto establezca un adecuado arreglo de incentivos que contribuirá a elevar los estándares profesionales y entidades mejor administradas.

En ese sentido, además, en el 2017 la Superintendencia Financiera publicó un documento técnico¹⁷⁶ que avanza en la definición de la reserva técnica de insuficiencia de activos (RIA), como un paso en la dirección de gestionar el activo desde el punto de vista de riesgo del pasivo. Sin embargo, aún no se efectuado su implementación; en vista del enfoque deseado de basar la gestión en los riesgos del pasivo, es conveniente agilizar esa implementación, bien por parte del supervisor o mediante regulación que se expida por el Gobierno.

De igual forma es necesario continuar con la armonización de los requerimientos pru-

evitar discontinuidades y arbitrajes de ponderación para activos con riesgos similares.

Un punto relacionado concierne a la actualización de tablas de mortalidad. La Superintendencia Financiera planea una actualización de las tablas de mortalidad a lo largo del 2020, lo cual es necesario considerando que algunas de estas tablas no han sido actualizadas en más de una década. El llamado natural es a establecer un proceso de actualización periódica para incorporar las nuevas realidades demográficas en los cálculos actuariales correspondientes.

Otro aspecto fundamental que exige una reforma, esta de carácter legal, es el funcionamiento del mercado de rentas vitalicias y que depende, por completo, de un adecuado diseño de la forma de contratación del seguro previsional y su financiación.

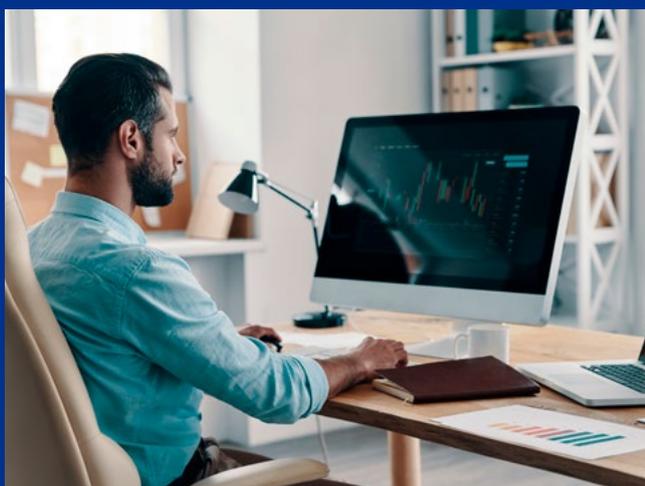
Como se anticipó en el numeral 3.1 de esta Sección, el funcionamiento del mercado de rentas vitalicias se ha visto afectado por

una secuencia de sentencias judiciales que o han eliminado requisitos que hacían parte de la parametrización de la obligación condicional de las entidades aseguradoras o han modificado su sentido o han aumentado el monto de las sumas aseguradas.

Diversos estudios tanto económicos como jurídicos han documentado los casos jurisprudenciales relativos a los derechos pensionales para los compañeros permanentes, parejas del mismo sexo, cumplimiento de semanas y otras situaciones similares, en los que la Corte Constitucional concede el derecho a reclamar pensiones en situaciones no contempladas como supuestos de hecho en la Ley 100¹⁷⁹.

También en la literatura especializada se han documentado casos en los que se evidencian modificaciones en los requisitos para acceder a las prestaciones por parte de los beneficiarios de los afiliados que han fallecido, concediendo además pagos retroactivos que incrementan el pasivo a cargo de las aseguradoras o descalces en la medida que exista derecho a reclamar el correspondiente incremento retroactivo en las primas cobradas.

A lo anterior se suman cientos de fallos de jueces y tribunales inferiores, de todas las jurisdicciones, que fallan con independencia de lo que prescriba la ley o la jurisprudencia que ha hecho tránsito a cosa juzgada, so pretexto de salvaguardar derechos que carecen de sustento legal, como en el caso de los afiliados no cotizantes y sus beneficiarios.



176. Véase (Dirección de Investigación y Desarrollo, SFC, 2017).

177. La URF ha proyectado un decreto que modifica las exigencias de capital para las entidades aseguradoras. En el momento de esta redacción, aún estaba pendiente de formalización final.

178. Véase Decreto 2555 de 2010, Artículo 2.31.1.2.9.

179. Ver, por ejemplo, (Jaramillo, 2014) y (Arbeláez & Mendoza, 2018).

denciales de las entidades aseguradoras con las recomendaciones de Basilea III¹⁷⁷.

Ahora, como parte de esta parametrización, la regulación vigente define los detalles relacionados con el cálculo del riesgo del activo, clasificando los activos en tres segmentos según su naturaleza (más que según su riesgo), definiendo ponderaciones de 0%, 1.5%, 4.5% y 8.5% según características como calificación y tipo de activo¹⁷⁸.

Considerando la importancia de esta parametrización para la selección de activos de los portafolios de reservas, y por lo tanto para la consideración de distintas alternativas en el mercado de capitales, es recomendable evaluarla a la luz de la posibilidad de



El efecto combinado de esas decisiones judiciales ha conducido a elevar el nivel promedio de las primas cobradas por el seguro previsional y encarecido también el precio que debe pagarse para acceder a las rentas vitalicias, orando en el primer caso la comisión de administración que cobran las AFP, y deteriorando, en el segundo, el monto de las mesadas que pueden recibir los pensionados.

Así, la inestabilidad de los contratos de seguro está a la orden del día en la medida que no se respetan las normas legales con fundamento en las cuales las entidades aceptaron asumir los riesgos.

Esa inestabilidad, como es natural, ha disuadido a las entidades aseguradoras a tener presencia el ramo de seguros previsionales, a otras a desarrollarlo, restringiendo la oferta que queda en manos de pocos agentes que carecen de incentivos para participar de manera competitiva y justa en el mercado.

El adecuado funcionamiento del seguro previsional, así como la existencia de un mercado competitivo de rentas vitalicias, es esencial para la sostenibilidad del Régimen de Ahorro Individual.

Lo anterior porque las administradoras de fondos de pensiones obligatorios de ese régimen, además de estar obligadas a contratar el seguro previsional para amparar los riesgos de invalidez y muerte de sus afiliados, no están diseñadas institucional ni regulatoriamente para asumir esos riesgos. Por tanto, una oferta insuficiente o la desaparición del ramo pone en peligro tanto a las Administradoras como a sus afiliados durante la etapa de acumulación.

De otro lado, la inexistencia de un mercado dinámico y sólido de rentas vitalicias impide también que los futuros pensionados puedan elegir, conforme a la promesa del Régimen de Ahorro Individual, entre diversas posibilidades para el pago de su pensión, y entre ellas la disponibilidad de una renta periódica, fija, de carácter vitalicio que es en lo que consiste una renta vitalicia.

Dado lo anterior es urgente que una reforma legal permita separar las fuentes de financiación de la comisión de administración y el costo de la prima del seguro de invalidez y sobrevivientes, como se indica en el numeral 3.1 de esta Sección.

Así mismo, la reforma debe establecer la posibilidad de que la Nación garantice los riesgos asociados a las decisiones judiciales que desconozcan los parámetros de definición condicional de las entidades aseguradoras o excedan las sumas aseguradas. Total, si los riesgos son sociales, deben ser financiados y sufragados colectivamente.

En ausencia de este conjunto de reformas, el costo de las primas continuará escalando su nivel poniendo en peligro la sostenibilidad financiera de las AFP y del Régimen de Ahorro Individual en sí mismo considerado.

La situación anterior se agrava en que el ramo sólo puede ser ofrecido por aseguradoras establecidas en el país, debido a que al tratarse de un seguro obligatorio no puede ser contratado con entidades del exterior ni ser ofrecido por estas a residentes en Colombia¹⁸⁰.

En ese sentido es deseable que luego que se adelanten reformas encaminadas a reestablecer el equilibrio actuarial-financiero del ramo previsional y se introduzcan cambios en la forma de financiar y contratar la cobertura, se permita a las entidades aseguradoras del exterior ofertar el seguro aún sin establecimiento en el país y, en caso de resultar adjudicatarias incorporarse conforme a las reglas generales derivadas de los acuerdos de libre comercio que están previstas desde la Ley 1328.

Una relación importante entre las compañías de seguros y las Administradoras de fondos de pensiones obligatorios la define la transición entre el Retiro Programado y las rentas vitalicias.

En efecto, al terminar la etapa de acumulación, un afiliado tiene la alternativa de

mantener sus ahorros en la AFP en la modalidad de Retiro Programado¹⁸¹; bajo esta modalidad la mesada mensual se recalcula anualmente, y los ahorros los sigue gestionando la misma entidad mientras el saldo sea mayor que el monto necesario para contratar una renta vitalicia de un salario mínimo.

Ese saldo mínimo que se calcula de acuerdo con un procedimiento establecido por el supervisor¹⁸², y que busca incorporar detalles prácticos de los cálculos realizados por aseguradoras al cotizar rentas vitalicias, no refleja todas las incertidumbres asociadas a esa renta, y en particular los fallos judiciales que pueden modificar radicalmente las condiciones de mercado de esas pólizas. Así, ocasionalmente el cálculo efectuado por las Administradoras resulta en situaciones en las que el saldo de una cuenta individual es mayor conforme a las instrucciones impartidas regulatoriamente, pero menor que la prima única cotizada en el mercado por las entidades aseguradoras

180. Véase Estatuto Orgánico del Sistema Financiero.

181. Ley 100, Artículos 79 y 81.

182. Véase Resolución 3099 de 2015.



para acceder a esa pensión mínima, dejando unos ahorros en una especie de limbo jurídico, y una afectación a la saludable dinámica de este lado de la demanda por activos del mercado de capitales.

Relacionado con este punto se encuentra el riesgo de salario mínimo que genera la definición de la pensión mínima. En efecto, la regulación definió que el riesgo político involucrado en un alza desproporcionado en el alza del salario respecto de la inflación causada debía ser asumido por la Nación (el deslizamiento entre salario mínimo e inflación).

Sin embargo, la regulación sólo consideró el riesgo desde el punto de vista de pensiones de renta vitalicia inmediata y diferida contratadas con cargo a las cuentas individuales del Régimen de Ahorro Individual, excluyendo situaciones afines, tales como los riesgos laborales que desencadenan en situaciones de invalidez¹⁸³.

En este sentido, para evitar diferencias de tratamiento para productos análogos, es conveniente que se elimine ese y otros arbitrajes de manera que exista simetría entre los productos de pensiones que pueden sufrir el riesgo de deslizamiento.

En ese contexto, nótese cómo el inadecuado funcionamiento del seguro previsional y la inexistencia de un mercado desarrollado de rentas vitalicias tiene un efecto derivado en el mercado de capitales en la medida que la demanda por activos de renta fija de largo plazo se debilita, más aún cuando lo que debería esperarse es que buena parte del stock

gestionado por los fondos de pensiones obligatorias migre paulatinamente hacia el balance de las entidades aseguradoras.

En suma, el entorno legal y regulatorio de las entidades aseguradoras debe ser objeto de una profunda revisión encaminada a un adecuado diseño de los incentivos financieros que modelan la conducta de las entidades aseguradoras.

Por supuesto, el inadecuado funcionamiento del seguro previsional y la inexistencia de un mercado desarrollado de rentas vitalicias tiene un efecto derivado en el mercado de capitales en la medida que la demanda por activos de renta fija de largo plazo se debilita, más aún cuando lo que debería esperarse es que buena parte del stock gestionado por los fondos de pensiones obligatorias migre paulatinamente hacia el balance de las entidades aseguradoras.

Como se expresó en la Sección 3.1 precedente enfocar la regulación hacia princi-

pios de gestión de riesgos exige super-
visar con los mismos principios, lo que implica un cambio importante en el paradigma con el que se define la regulación, de revisar el cumplimiento de límites y reglas, a constatar la idoneidad de los modelos y metodologías de gestión de riesgo de los agentes vigilados, aspecto en el que la Superintendencia Financiera debe continuar profundizando para reconocer las diferencias de cada actividad y que en el caso de las aseguradoras implica retos importantes.

Ese diseño de incentivos debe enfocarse en principios de gestión de riesgos, pues sólo de esa manera las entidades podrán gestionar profesionalmente, bajo los más altos estándares, los pasivos y activos, en el mejor interés de los tomadores y asegurados, por lo cual en las recomendaciones planteadas a continuación recogen, en lo pertinente, las expuestas en la sección anterior y enfatizan los aspectos particulares de la actividad aseguradora.

183. Véase Decreto 036 de 2015.



RECOMENDACIONES RELATIVAS AL ARREGLO DE INCENTIVOS DE LAS ENTIDADES ASEGURADORAS

La Comisión, a propósito de su entendimiento de la regulación aplicable a las entidades aseguradoras y las sociedades de capitalización, así como de la problemática que ocasiona el inadecuado diseño de los parámetros para una gestión de riesgos asertiva que esté alineada con el deseable crecimiento del sector asegurador, y los efectos secundarios que superarla tendría en el desarrollo y profundidad del mercado de capitales, considera prioritario formular un conjunto de recomendaciones encaminadas a que se adopten las reformas necesarias para perfeccionar el arreglo de incentivos de dichas entidades.

La Comisión considera que un mejor diseño de la regulación aplicable a las entidades aseguradoras, como entidades autorizadas para manejar e invertir los recursos de las reservas técnicas que respaldan los pasivos contingentes para con el público, permitirá alinear sus incentivos con el propósito de un manejo profesional del riesgo.

La Comisión, finalmente, estima que el conjunto de recomendaciones planteadas a continuación deberá facilitar una mejor dinámica del mercado de capitales en la medida que se permita una necesaria diferenciación entre los diversos tomadores de decisiones basados en apetitos y aproximaciones de riesgo más profesional que, en los próximos años, serán el canal hacia el cual se desplacen los recursos pensionales en forma de rentas vitalicias.

1

La regulación para entidades aseguradoras debe establecerse por “objetivos o principios de riesgo”

i.

El diseño de la regulación para las entidades aseguradoras debe procurar una mayor disciplina de mercado en la forma establecida en el Pilar 3 de Basilea III.

ii.

La regulación, en consecuencia, debe establecer fuentes adecuadas de información que influyan en la conducta y decisiones adoptadas por la Alta Dirección de las entidades aseguradoras e incorporar incentivos financieros apropiados para recompensar a las entidades bien administradas, y mecanismos para que no puedan eludir las consecuencias de sus decisiones.

1

La regulación para entidades aseguradoras debe establecerse por “objetivos o principios de riesgo”

iii.

La regulación de las entidades aseguradoras debe dirigirse hacia un enfoque por objetivos o principios según el pasivo que debe ser administrado, lo cual exige diferenciar entre ramos y ciclos de negocio de cada tipo de seguro.

iv.

Si bien la Reserva de Insuficiencia de Activos – RIA se encuentra prevista en el marco regulatorio aún no se han definido los parámetros que permitan su implementación, la cual es necesaria para adoptar una reforma que simplifique el régimen de inversión de las reservas de las entidades aseguradoras bajo un enfoque por objetivos o principios.

La Comisión, en consecuencia, hace un llamado para acelerar la definición de los parámetros necesarios para implementar la RIA.

2

La supervisión de las entidades aseguradoras debe efectuarse con un enfoque de gestión de los riesgos asociados a la naturaleza y ciclo de los negocios que respaldan las reservas de cada ramo

i.

La regulación por objetivos o principios debe ser supervisada con un enfoque de gestión de los riesgos administrados - Risk-Based Supervision¹⁸⁴.

ii.

La Superintendencia Financiera debe afianzar el modelo que viene aplicando en esa materia, reconociendo las diferencias naturales respecto de las entidades aseguradoras, para garantizar que la supervisión se transforme en un diálogo profesional que haga énfasis en el mejor interés de los tomadores de seguros.

184. Véase (Toronto Centre, 2018).

3

La regulación del régimen de inversiones de las entidades aseguradoras debe orientarse por principios, en lugar de reglas

i.

La regulación debe transformar el régimen de inversión de las entidades aseguradoras abandonando el enfoque draconiano (reglas, cupos y límites) y adoptar uno de principios de hombre prudente que enfatice en la gestión de los riesgos de las reservas técnicas en consideración de los pasivos que respaldan.

ii.

La regulación, en línea con la recomendación de adoptar una supervisión basada en riesgos, debe establecer los métodos y mecanismos para que las entidades aseguradoras informen al público la estrategia de gestión del pasivo correspondiente y de la medición de riesgo para los diferentes portafolios de reservas administrados según los ramos respectivos.

En ese sentido, la regulación debe atribuir a la Alta Dirección de las entidades aseguradoras la responsabilidad de establecer e implementar una definición robusta de elementos tales como la proyección actuarial del flujo del pasivo, (ii) el proceso de selección de activos y composición estratégica de *Asset Classes*, (iii) *benchmarks* y *tracking errors*.

La reforma al régimen de inversiones debe considerar un periodo de implementación cuidadoso que permita su adecuada calibración y la medición de su impacto en el mercado.

iii.

La regulación, en consecuencia, debe abandonar el esquema de reglas, cupos y límites vigentes, incluyendo los relativos a la clase de activos, tipos de instrumentos, y emisiones.

Ahora, una regulación alineada con los *principios de hombre prudente* debe considerar, sin embargo y dada la estructura de propiedad de las firmas en la economía colombiana, la necesidad de establecer límites estrictos para la inversión de las reservas técnicas en entidades vinculadas con la entidad aseguradora bien sea porque son parte de una Holding Financiera o de un Conglomerado Financiero o porque estén relacionadas con un mismo grupo económico o empresarial.

Es deseable que el Gobierno, conforme evolucione el mercado de capitales, reduzca paulatinamente el límite de inversión en entidades vinculadas.

Sin perjuicio de lo anterior, el Gobierno debe evaluar la conveniencia de modificar la definición del universo de activos admisibles para inversión en forma coherente con los cam-

3

La regulación del régimen de inversiones de las entidades aseguradoras debe orientarse por principios, en lugar de reglas

bios que adopte sobre el régimen de inversiones de las reservas técnicas de las entidades aseguradoras para ajustarlos a los *principios de hombre prudente*.

En ese mismo sentido es conveniente que el Gobierno adelante una revisión de la parametrización para cuantificar el riesgo del activo (2.31.1.2.9 del Decreto 2555 del 2010), encaminada a buscar oportunidades de mejora para reducir discontinuidades en la ponderación, y en definir la ponderación de los activos según el riesgo del activo (y no de su clase).

La regulación del régimen de inversiones, así mismo, debe suprimir la exigencia de calificación para el universo de activos de admisibles como inversión, sin perjuicio de la facultad de las entidades aseguradoras para establecer en el gobierno del proceso de inversión cuándo requerirá la calificación de riesgo externo.

Finalmente, en caso que la regulación establezca diferencias entre activos de origen local y externo, se recomienda que la misma defina como local la realizada en activos originados en países de la Alianza del Pacífico, para lo cual, además, deberá asegurar la plena eficacia de los límites en entidades vinculadas.

4

La reforma debe establecer un mecanismo de garantía estatal para cubrir los riesgos que afectan el mercado de rentas vitalicias

i.

La reforma legal al régimen de financiación y contratación del seguro previsional para los afiliados al Sistema de Ahorro Individual con Solidaridad debe permitir que el riesgo de deslizamiento entre la tarifa y el resultado técnico originado en las decisiones judiciales que concedan beneficios pensionales extralegales sea asumido por el Estado a través de una cuenta o fondo especial gestionado por el Ministerio de Hacienda con cargo al Presupuesto Nacional.

ii.

La Comisión hace énfasis en la necesidad y conveniencia de que se expidan normas encaminadas a promover un ambiente de estabilidad jurídica que respete la validez, eficacia y ejecutabilidad de los contratos de seguros vinculados con la seguridad social.

4

La reforma debe establecer un mecanismo de garantía estatal para cubrir los riesgos que afectan el mercado de rentas vitalicias

La Comisión, en ese sentido, pone de presente que el adecuado funcionamiento del mercado de seguros previsionales y rentas vitalicias es crucial para la salud del Régimen de Ahorro Individual con Solidaridad.

La Comisión, de igual manera, estima que el buen funcionamiento del mercado de rentas vitalicias imprimirá una dinámica virtuosa para emisión de deuda privada en la parte larga de la curva y contribuirá a disminuir el costo de capital de las empresas.

La Comisión, así mismo, destaca que la inestabilidad jurídica derivada de las decisiones judiciales perjudica el buen funcionamiento del mercado de seguros previsionales y rentas vitalicias a tal punto que ha disuadido a las entidades aseguradoras de abandonar explícitamente el ramo y en ocasiones a formular ofertas poco competitivas en perjuicio de los afiliados al Régimen de Ahorro Individual con Solidaridad.

iii.

La regulación debe considerar una ampliación de la cobertura de deslizamiento (diferencia entre salario mínimo e inflación) a todos los tipos de pensiones que incorporen tal riesgo para evitar tratamiento diferencial entre productos afines.

5

La regulación debe permitir la participación de entidades aseguradoras del exterior en el mercado de seguros previsionales y rentas vitalicias

i.

La reforma que se adelante a propósito de la financiación y contratación del seguro previsional para amparar a los afiliados a los fondos de pensiones obligatorias del Régimen de Ahorro Individual – según lo indicado en la Recomendación 6 del numeral 3.1 de esta Sección III - debe estar acompañada de regulación que permita ampliar el número de oferentes en el mercado.

ii.

La regulación que expida el Gobierno en ejercicio de las facultades de intervención en la actividad aseguradora deberá establecer estándares y mecanismos que faciliten el ingreso de entidades aseguradoras del exterior establecidas en países con los cuales existan Tratados de Libre Comercio en

La regulación debe permitir la participación de entidades aseguradoras del exterior en el mercado de seguros previsionales y rentas vitalicias

Servicios Financieros en el mercado de seguros previsionales y rentas vitalicias.

La regulación, siguiendo lo establecido en la Recomendación 6 del numeral 3.1 de esta Sección III, debe permitir el ofrecimiento desde el exterior de los seguros previsionales y las rentas vitalicias por entidades aseguradoras que de resultar adjudicatarias en las subastas permitan su establecimiento expedito en el país conforme a lo dispuesto en las normas generales previstas en el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero.

Notas de la implementación de estas recomendaciones

185. Recomendaciones en esta línea se presentan en la Sección 3.5 de este documento relativa al fortalecimiento del Gobierno Corporativo de las Entidades Vigiladas.

i.

La Comisión hace énfasis en que todas las recomendaciones planteadas en este numeral 3.2 de la Sección III dependen del robustecimiento del gobierno corporativo de las entidades aseguradoras y de las sociedades de capitalización, siguiendo para el efecto los principios internacionales para *Asset managers*¹⁸⁵.

ii.

La Comisión hace énfasis en que todas las recomendaciones planteadas en este numeral 3.2 de la Sección III deben ser consideradas y adoptadas en conjunto, evitando cambios aislados en la medida que cada una depende de la otra para su correcto diseño e implementación.

iii.

La Comisión hace énfasis en la necesidad de evaluar y definir altos estándares profesionales para las áreas de las entidades aseguradoras y sociedades de capitalización encargadas de la cuantificación de riesgos y análisis de inversiones.

iv.

La Comisión hace énfasis en la necesidad de contar con una estrategia de implementación cuidadosa que permita una acomodación plausible para los agentes en un escenario de cambios regulatorios orientados a su robustecimiento.

3.3 CUSTODIA DE VALORES

La regulación define la custodia como *una actividad del mercado de valores por medio de la cual el custodio ejerce el cuidado y la vigilancia de los valores y recursos en dinero del custodiado para el cumplimiento de operaciones sobre dichos valores que tiene dos componentes*¹⁸⁶.

Uno, correspondiente a los servicios obligatorios (salvaguarda de los valores, compensación y liquidación de las operaciones de valores, y administración de los derechos patrimoniales), y el otro los servicios complementarios (administración de derechos políticos, valoración, transferencia temporal de valores (TTV), obligaciones fiscales y obligaciones cambiarias respecto de los valores entregados en custodia).

En el caso de los Fondos de Inversión Colectiva - FIC, además, los custodios de valores pueden prestar el servicio de valoración del portafolio y sus participaciones, y contabilidad.

La contratación de la actividad de custodia es obligatoria tanto para FIC como para los fondos de capital extranjero. En el caso de los demás agentes es voluntaria, y en la actualidad la adopción ha sido muy baja.

La custodia de valores genera beneficios amplios relacionados con el cuidado y la vigilancia de los recursos custodiados, luego la adopción del esquema de custodia es un elemento atractivo para nuevos participantes en el mercado y una señal de su robustez. De otro lado, así como una amplia acogida del servicio de custodia es un elemento deseable, también su presencia extendida es condición necesaria para la profundización del mercado de capitales.

En esta dirección, es deseable que todos los participantes del mercado adopten el servicio de custodia. Considerando que el bien colectivo supone un costo individual, la línea natural de análisis sugiere obligar a los participantes a contratar este servicio. Ahora, como en cualquier actividad, establecer su obligatoriedad acarrea retos de cara a los costos que se impone a los agentes del mercado. Este es un punto que las autoridades deben considerar ante la posibilidad de buscar una ampliación obligada de la oferta del servicio de custodia. Lo que puede sugerirse para promover esta figura por la vía de incentivos es permitir que los costos asociados con el servicio puedan transferirse al portafolio de inversión, en el caso de administradores de recursos de terceros, en donde los beneficios del préstamo de valores son percibidos directamente por el portafolio.

La actividad de custodia en Colombia solo puede ser ejercida por las sociedades fiduciarias que hayan sido autorizadas previa acreditación de unas condiciones especiales. Esto contrasta con la práctica internacional, en donde frecuentemente son los bancos los oferentes de estos servicios, ya que tienden a estar en una posición privilegiada por su capacidad de extender cupos y hacer préstamos de muy corto plazo, lo cual facilita la operación ágil de préstamo de valores.

186. Véase Decreto 2555 de 2010, Libro 37.



“

Los **custodios de valores** pueden prestar el **servicio de valoración** del portafolio y sus participaciones, y contabilidad.

”

En ese contexto, si bien la reciente reforma al régimen de las transferencias temporales de valores va en la dirección correcta, aún existen importantes oportunidades de mejora tanto respecto de las entidades que pueden desarrollar la custodia, en particular, los establecimientos de crédito, como de los servicios complementarios que, dadas sus capacidades, pueden ofrecer al mercado.

Una reforma en ese sentido puede efectuarse con relativa facilidad dado que los establecimientos bancarios tienen legalmente autorizada la capacidad para obrar como agentes de registro y transferencia de dinero y valores, pero para su adecuada implementación será necesario establecer un gobierno corporativo robusto que asegure trato equitativo, transparencia e independencia en el ejercicio de las funciones fiduciarias.

La oferta completa de servicios de custodia podría incluir, además de los listados anteriormente, los de (i) tercerización completa del Middle Office y el Back Office y de la Administración de Fondos (sin embargo, en Colombia se mantiene el debate de la delegación de profesionalidad que podría implicar la entrega a terceros de ciertos procesos, como se expuso en la Sección III y por lo tanto no son servicios ampliamente usados), (ii) la administración de colateral¹⁸⁷, y (iii) *prime brokerage*¹⁸⁸.

De otro lado, el mercado de préstamo de valores está segmentado en tres tipos de operaciones, uno de las cuales es la transferencia temporal de valores recientemente reformada¹⁸⁹ para extender su alcance transaccional para a los recursos gestionados por las AFP, las SCB y las entidades aseguradoras¹⁹⁰ en el mercado sobre el mostrador (OTC), en adición a los sistemas organizados por las bolsas de valores.

Así, en Colombia – en una dinámica contraria a la práctica internacional – se definen otras dos figuras de préstamos de valores: los repos y las simultáneas. La diferencia entre estos tres instrumentos radica en la posibilidad (o imposibilidad) de sustituir valores subyacentes por otros, de restringir la movilidad de los valores subyacentes, de permitir un monto inicial menor que el valor de mercado de los valores, y de permitir la entrega de valores en vez de dinero. Esta definición es inconveniente porque, además de hacer complejo el entendimiento de las diferencias, restricciones y venta-

jas, fracciona la liquidez; una alternativa de simplificación podría ser parte del conjunto de elementos conducentes a desarrollar el mercado de *securities lending*.

Si bien el objetivo amplio de este análisis no es importar características de mercados internacionales, en general es deseable adoptar prácticas internacionales aceptadas, en la medida en que no atenten contra detalles idiosincráticos del funcionamiento del mercado local. Esto incluye no sólo una estandarización de instrumentos de préstamos de activos, sino otros elementos analizados en el documento, como el estándar T+2 para cumplimiento de derivados, y bonos gubernamentales, por ejemplo.

En consecuencia, conviene simplificar los mecanismos o alternativas para desarrollar el mercado de préstamo de valores. Una alternativa puede consistir en la adopción de un contrato estandarizado, siguiendo los usos y prácticas internacionales, que permita a los agentes locales y extranjeros un entendimiento común sobre las condiciones y reglas aplicables.

En la actualidad el mercado de *securities lending* es casi inexistente¹⁹¹. Si bien existen mecanismos que permiten operar en ese mercado, el escenario se vería potenciado con la participación de agentes centralizadores, tal como son los custodios.

El desarrollo de este mercado puede ser beneficioso para el mercado de capitales desde varias perspectivas: i) es el canal de transmisión natural para facilitar el desarrollo y la profundidad de los mercados de-

derivados al permitir la creación de posiciones cortas en el subyacente; ii) permite ampliar las alternativas de inversión y especulación, atrayendo más participantes a los mercados secundarios; y iii) en general, tiende a favorecer la liquidez de los instrumentos y de los mercados.

Ahora, el gran tamaño de los inversionistas *buy-and-hold* relativo al mercado reduce el flotante disponible para operación y rotación en el mercado secundario de los diferentes instrumentos financieros. Esto redundará en una reducción en las oportunidades de mercado para inversionistas, especuladores e intermediarios.

Por ejemplo, la situación complejiza la posibilidad de crear posiciones en corto, necesarias para el desarrollo y profundidad de los mercados derivados. Conversamente, los activos de los portafolios de esos agentes pueden potencialmente ser reintroducidos al mercado mediante el mecanismo de TTV.

187. En Colombia la ejecución de garantías en el mercado OTC requiere un proceso ejecutivo ordinario.

En adición a otros elementos como el gravamen a movimiento financieros, esto tiene como consecuencia que en sea escasa la actividad de intercambio y gestión de colateral entre instituciones financieras locales.

188. Esta figura ofrece en paquete una multitud de servicios, típicamente a hedge funds, incluyendo custodia básica, préstamo de títulos y de efectivo, administración de efectivo, ejecución de operaciones de mercado y tercerización de requerimientos tecnológicos.

189. Véase Decreto 1353 del 26 de julio de 2019 mediante el cual se reformó el Libro 36 (Título 3) del Decreto 2555 de 2010.

190. Modificaciones a los artículos 2.6.12.1.2, 2.9.15.1.1 y 2.31.3.1.2. del Decreto 2555 de 2010.

191. Véase numeral C, Sección 2.2.1 del Capítulo II.



RECOMENDACIONES RELATIVAS A LA CUSTODIA DE VALORES

La Comisión, a propósito de la regulación del mercado de préstamo de valores, así como de la poca profundidad y liquidez del mercado en general, tuvo oportunidad de conocer un proyecto de regulación encaminado a estimular la realización de tales operaciones frente al que entregó sus apreciaciones.

La Comisión, examinado el contenido de la regulación recientemente expedida¹⁹², si bien comparte en líneas generales su orientación, considera oportuno formular algunas recomendaciones que pueden coadyuvar a un desarrollo más acelerado del mercado de préstamo de valores.



192. Decreto 1351 de 2019 Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2019 en lo o relacionado con las operaciones de transferencia temporal de valores en el mercado mostrador, la actividad del custodio como agente de transferencia temporal de valores, la divulgación de información en el mercado de valores a través de medios electrónicos, y se dictan otras disposiciones.

1

La actividad de custodia de valores debe ser regulada para ampliar la oferta de servicios que usualmente están disponibles en los mercados de capitales internacionales

i.

La actividad de custodia de valores debe ser regulada acogiendo los estándares internacionales de manera que, en adición a los obligatorios y voluntarios admitidos en la regulación local, se puedan prestar otros servicios *post trade*.

En ese sentido la regulación debe ampliar el espectro de servicios que pueden prestar los custodios de valores tales como la administración de inversiones (elementos del Middle Office), profundización como agencias de préstamo de valores, administración de colateral, y servicios de administración de fondos.

La definición de estos servicios debe estar acompañada por condiciones que deben cumplir los custodios para su desarrollo, tales como estándares mínimos de infraestructura, definiciones de deberes, obligaciones y responsabilidades, así como la definición de nuevas reglas aplicables a la administración de riesgos.

ii.

La regulación, en consonancia con las prácticas internacionales, debe autorizar a los establecimientos bancarios para desarrollar la actividad de custodia de valores en la medida que ciertos servicios (particularmente los vinculados con el otorgamiento de crédito intradía) sólo pueden ser desarrollados bajo la licencia bancaria.

1

La actividad de custodia de valores debe ser regulada para ampliar la oferta de servicios que usualmente están disponibles en los mercados de capitales internacionales

La regulación que se expida, sin embargo, debe establecer los estándares que aseguren buenas prácticas de gobierno corporativo, tales como *murallas chinas* y mecanismos para identificar, manejar, administrar y resolver las situaciones de conflictos de interés entre la sección de custodia de valores y las demás áreas del banco.

En adición, es deseable que para el diseño de la regulación se consideren análisis relativos a las condiciones para que los bancos cumplan con los principios de segregación funcional de las actividades de custodia, los criterios de capital regulatorio para agentes que desarrollen esta actividad, criterios aplicables para la segregación patrimonial en el desarrollo de la actividad, y lineamientos para garantizar la independencia en el desarrollo de las actividades bancaria y de custodia.

2

La regulación debe prever incentivos en virtud de los cuales los administradores y gestores de recursos de terceros incrementen el uso de los servicios de custodia de valores

193. Los terceros son, entre otros, los fondos de pensiones obligatorias, los fondos de pensiones voluntarias, los fondos de cesantías, los portafolios de inversión extranjera, los patrimonios o fondos públicos vinculados a la seguridad social, los mandantes en los mandatos para la gestión de tesorerías del sector público, y los mandantes en los contratos de administración de valores y administración de portafolios de terceros.

i.

La regulación debe establecer las condiciones en las cuales los administradores de recursos de terceros pueden trasladar el costo de la custodia de valores al principal (fondo o portafolio), alineando los incentivos.

En esa dirección, dado que los beneficios derivados de la actividad de custodia de valores (tanto la seguridad de los activos como la rentabilidad obtenida por el préstamo de valores) son exclusivamente para los terceros, es natural que éstos absorban los costos de prestación del servicio y no los administradores o gestores.

3

La regulación debe imponer como obligatorio el uso de servicios de custodia de valores para las entidades vigiladas en relación con sus portafolios de inversión en valores

i.

La regulación aplicable a las demás entidades vigiladas debe establecer como estándar la obligación de contratar los servicios de custodia de valores, dados los beneficios relacionados con el cuidado y vigilancia de recursos del mercado, y por lo tanto con su robustecimiento operativo. Esta obligatoriedad debe venir acompañada de un análisis de los costos que se impondrían al sistema para propender por una implementación que en beneficios supere ampliamente a sus costos.

4

El Gobierno debe examinar la conveniencia de simplificar y unificar el mercado de préstamo de valores mediante un solo instrumento estandarizado

i.

Es deseable que el Gobierno, a través de la URF, examine la conveniencia de simplificar y unificar el mercado de préstamo de valores definiendo un solo instrumento estandarizado, siguiendo los usos y prácticas internacionales.

La Comisión llama la atención en el sentido de que la existencia de distintos tipos de instrumentos (repos, simultáneas y transferencia temporal de valores) y reglas asociadas a los mismos, tiende a fraccionar la liquidez y disuade a los inversionistas de portafolio del exterior a participar activamente, lo cual puede afectar en la profundidad y liquidez del mercado de préstamo de valores.

La Comisión considera que una definición en el sentido indicado es de la mayor importancia en el mercado de deuda pública dada la alta participación de inversionistas extranjeros para los que resulta extraño el esquema actual.

3.4 ACTIVIDAD DE ASESORÍA EN EL MERCADO DE VALORES

La actividad de asesoría en el mercado de valores fue regulada¹⁹⁴ con el propósito de acoger mejores prácticas en materia de suministro de información y debido asesoramiento a los inversionistas; la actividad incluye la elaboración del perfil de inversionistas y de productos, el análisis de la conveniencia de un producto para un inversionista, y el suministro de recomendaciones profesionales.

La regulación, así mismo, hizo explícito que sólo las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera pueden desarrollar la actividad de asesoría (sea o no independiente).

En la orientación regulatoria de la asesoría, resalta el enfoque de estudio de conveniencia de un producto para un inversionista, sin consideración del portafolio del cliente; en esta línea, el asesor debe marcar como permitido o prohibido cada producto para cada cliente, cuando la realidad puede ser más elaborada: un cliente averso al riesgo podría tener un porcentaje pequeño de su portafolio en acciones. Para resaltar el punto, la normativa exige clasificar cada producto como simple o complejo, para facilitar que clientes renuncien a la necesidad de asesoría en productos simples.

El cumplimiento de esa regulación, que no ha entrado en vigor debido a que la Superintendencia Financiera no ha impartido el conjunto de instrucciones necesarias para su adecuada implementación, aumenta los costos tanto para inversionistas como para los intermediarios.

En efecto, la documentación requerida para facilitar la supervisión correspondiente incluye los términos y condiciones en que se cumple con la actividad de asesoría, información suficiente para acreditar el cumplimiento de las obligaciones, el suministro físico o electrónico que verifique la recomendación profesional, y las decisiones de los clientes.

Este enfoque altamente proteccionista de la regulación hacia los inversionistas ha derivado en efectos indeseados para todos los participantes en el mercado.

De un lado, los intermediarios perciben que la regulación ha impuesto nuevas cargas operacionales cuyo cumplimiento hace o muy costoso o inviable atender el mercado minorista, según sea el tamaño o modelo comercial de las firmas y/o de las órdenes de los clientes. Así mismo, los intermediarios perciben que el enfoque altamente proteccionista de la regulación exagera los riesgos de responsabilidad profesional.

Como resultado de ese enfoque y dado el costo que implica su cumplimiento, algunos intermediarios han optado por retirarse del mercado de distribución minorista y/o imponer barreras de acceso para los pequeños y medianos inversionistas en función del tamaño del portafolio u órdenes que estos puedan tramitar en el mercado.

Por su lado, los inversionistas se han visto “expulsados del mercado” en función del tamaño de su portafolio y/o capacidad de ahorro e inversión o discriminados/direccionados hacia fondos de inversión colectiva cuyo activo está principalmente compuesto por instrumentos de renta fija (principalmente CDT y TES).

La combinación de esos factores tenderá en el corto y mediano plazo a restringir aún más la demanda por activos de renta variable y otros alternativos. En el largo plazo, si esa tendencia se consolidara, la oferta de estos activos podría desaparecer.

Finalmente, como la regulación establece que sólo las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera pueden desarrollar la actividad de asesoría, es posible que la intermediación tienda a concentrarse aún más en firmas bancarizadas en perjuicio de agentes independientes, creando nuevas barreras de entrada a innovaciones tecnológicas orientadas a la distribución (Fintech) que no necesariamente deben estar bajo vigilancia estatal.

Con el objetivo de estimular el desarrollo del mercado, ampliar la base inversionistas en el mercado minorista, y reducir las barreras de entrada y los costos ineficientes del desarrollo de la actividad de asesoría, conviene efectuar una profunda revisión para ajustarla a la realidad del mercado colombiano.

Así mismo, si se adoptaran otras recomendaciones planteadas por esta Misión a propósito de la estructura del mercado, será necesario revisar la conceptualización de la actividad de asesoría para que sea plausible el ingreso de nuevos tipos de agentes de intermediación en el mercado de valores.

¹⁹⁴ Véase Decreto 661 de 2018, incorporado en el Decreto 2555 de 2010 como Título 8 del Libro 9 de la Parte 2.



RECOMENDACIONES RELATIVAS A LA ACTIVIDAD DE ASESORÍA EN EL MERCADO DE VALORES

La Comisión, a propósito de la regulación de la actividad de asesoría en el mercado de valores, en particular a la problemática que los agentes han planteado y los posibles efectos no deseados respecto de la atención del mercado masivo (*retail*), considera prioritario formular las recomendaciones planteadas a continuación.

1

El Gobierno debe examinar y reevaluar la regulación vigente sobre la actividad de asesoría en el mercado de valores

195. En ese sentido véanse las recomendaciones sobre las distintas clases de agentes en la Sección II numeral 2.1-4 del Capítulo III de este Informe.

i.

El Gobierno, por intermedio de la URF, debe examinar la regulación de la actividad de asesoría para ajustarla a la estructura de mercado planteada en las demás recomendaciones, asegurándose de que exista disciplina de mercado tanto respecto de las entidades como de los inversionistas en valores.

ii.

El Gobierno, por intermedio de la URF, debe someter las nuevas obligaciones y cargas establecidas en regulación de la actividad de asesoría a una evaluación costo / beneficio para identificar objetivamente cuáles requerimientos al desarrollo de la actividad de intermediación resultan razonables¹⁹⁵.



El Gobierno debe diseñar la regulación para asegurar la disciplina del mercado de los diversos agentes teniendo en cuenta la función económica que desempeñan

i.

El Gobierno, por intermedio a la URF, debe revisar toda y cualquier regulación asociada a las actividades de asesoría en el mercado de valores con el propósito de garantizar que se establezcan estándares que les permitan a los participantes del mercado contar con fuentes adecuadas de información e incentivos financieros apropiados para recompensar a las instituciones bien administradas, y mecanismos para que los inversionistas no puedan eludir las consecuencias de sus decisiones (Pilar 3, Basilea III Disciplina de Mercado).

ii.

El Gobierno debe asegurarse de que la regulación de la actividad de asesoría sea compatible con la nueva estructura del mercado en la que convivan y compitan Asesores Independientes (incluidos "Independent Advisors" y Family Office), Distribuidores (Dealers / Broker-Dealers), etc.

3.5 GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS ENTIDADES VIGILADAS

196. Véase Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, Parte Tercera, artículo 53 y siguientes.

197. Véase Constitución Política de 1991, artículos 150, numeral 19, 189, numeral 22, y 335.

198. Véase Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, Parte Tercera, Capítulo VIII, artículo 72 y siguientes.

199. En particular, diligenciar la encuesta de gobierno corporativo o Código País.

El ejercicio de las actividades del mercado de capitales impone a las entidades autorizadas el cumplimiento de un *estatuto profesional* que es supervisado por el Estado¹⁹⁶ en consideración a que las actividades financieras, bursátil, aseguradora y cualquiera otra relacionada con el manejo, inversión y aprovechamiento de los recursos captados de la sociedad se consideran como de interés público¹⁹⁷.

Así, tanto el marco legal como la regulación derivada de la intervención estatal sobre las actividades impone a las entidades vigiladas exigentes medidas encaminadas tanto a garantizar su buen funcionamiento como la adecuada prestación de los servicios autorizados en un ambiente que premia la estabilidad del sistema financiero en su conjunto.

En materia de gobierno corporativo, las entidades vigiladas también están obligadas al cumplimiento de normas que involucren tanto el funcionamiento de sus órganos como la toma de decisiones.

Así, por ejemplo, la ley se ocupa de establecer la composición e integración de las juntas o consejos directivos o de administración de las entidades vigiladas, el crite-

rio de independencia que resulta exigible a sus miembros, las reglas de conducta y deberes de los administradores¹⁹⁸, entre las cuales se cuenta la necesidad de contar con mecanismos que les permitan identificar y administrar los conflictos de interés a los que se vean expuestos en la realización de sus funciones y operaciones.

En complemento de lo anterior la regulación dispone que las entidades vigiladas deben contar con ciertas instancias para la gestión de ciertas decisiones, como es el caso de los comités de auditoría, riesgo e inversión, cuyo funcionamiento está sujeto a las reglas y parámetros que organizan los sistemas de administración de riesgos a los que están expuestas conforme a lo dispuesto por el supervisor financiero en ejercicio de las competencias que le han sido atribuidas por el legislador.

Finalmente, cuando las entidades vigiladas tienen la condición de sociedades inscritas o de emisores de valores deben aplicar lo dispuesto en materia de gobierno corporativo para el mercado de valores¹⁹⁹.

La existencia de ese conjunto normativo, sumado al progreso derivado del modelo

previsto para la regulación prudencial y la vigilancia de los *conglomerados financieros* previsto en la Ley 1870 de 2018, así como el *marco de supervisión integral* aplicado de tiempo atrás por la Superintendencia Financiera resultan, en general, adecuados para el estadio de cosas vigentes en el mercado de capitales observado a la fecha.

Ahora, en caso de ser acogidas las recomendaciones planteadas en este Informe por la Comisión resulta evidente que el gobierno corporativo de las entidades vigiladas debe ser reforzado.

En efecto el conjunto de recomendaciones planteadas, por ejemplo, respecto del nuevo paradigma para el ejercicio de la facultad de intervención del Estado (Sección I), los cambios en la estructura del mercado (Sección II) y el diferente enfoque para el diseño de la regulación e incentivos (Sección III) implican que el gobierno corporativo de las entidades vigiladas debe ser objeto también de cambios que se enderecen a reforzar la independencia de sus administradores, las reglas de conducta y deberes que deben atender, el funcionamiento de sus órganos de dirección, así como los criterios conforme a los cuales deben tramitarse y resolverse

las situaciones de conflictos de interés a los que se enfrentan en consideración no sólo a la estructura de propiedad de las entidades financieras propiamente dichas, sino a los vínculos de propiedad e influencia significativa cruzada con agentes económicos del sector real.

Como se anotó en la Sección II de este Capítulo III el gobierno corporativo está sujeto a proceso evolutivo constante a efectos de que puedan incorporarse las realidades propias del mercado local y, en ese sentido, las entidades vigiladas no pueden ser ajenas al cumplimiento de condiciones cada vez más exigentes tanto respecto de la composición como del funcionamiento de los órganos directivos y de apoyo de las entidades vigiladas.

En esas materias, por ejemplo, el criterio de independencia previsto para las juntas directivas de las entidades vigiladas es notoriamente distante del estándar internacional. Así mismo, es bastante frágil la existencia de comités de riesgo o inversiones cuyos integrantes pueden ser individuos que no tienen la calidad de administradores de las entidades vigiladas (y en consecuencia no están sujetos a las reglas de conducta y deberes de estos), más cuando ni la ley ni la regulación se ocupan de establecer cuáles son los requisitos de idoneidad, profesionalismo e independencia exigibles, los cuales, por construcción deberían estar alineados con los que la Comisión recomienda para los emisores de valores.

En ese contexto es conveniente que una reforma legislativa faculte al Gobierno para que establezca estándares mínimos obligatorios que deben cumplirse por todas las entidades vigiladas en materia de gobierno corporativo que se enfoque en poner en evidencia si existe o no una adecuada administración de los riesgos propios de sus negocios y refuercen la independencia de los órganos de administración y apoyo a la gestión en la medida que sus decisiones tienen indiscutible impacto en los consumidores y en el mercado en general.

200. Véase numeral 2.3, Gobierno Corporativo y sostenibilidad.

201. Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, Artículo 73-8. Independencia de las juntas directivas, consejos directivos o de administración. Las juntas directivas, consejos directivos o de administración de las instituciones sometidas al control y vigilancia de la Superintendencia Bancaria, según corresponda, no podrán estar integradas por un número de miembros principales y suplentes vinculados laboralmente a la respectiva institución que puedan conformar por sí mismos la mayoría necesaria para adoptar cualquier decisión.

La Comisión considera que los nuevos paradigmas planteados en esta Sección III al tiempo que suponen un ambiente de mayor libertad para todos los agentes del mercado, y en particular para los administradores y gestores de recursos institucionales, debe estar acompañado de un marco de gobierno corporativo que sea más exigente para asegurar un alto grado de responsabilidad profesional en el que la independencia, el ambiente control y la rendición de cuentas sean los principios rectores en la toma de las decisiones de inversión.



RECOMENDACIONES RELATIVAS AL FORTALECIMIENTO DEL GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS ENTIDADES VIGILADAS



La Comisión entiende que las reformas planteadas suponen un ambiente de mayor libertad para todos los agentes del mercado, lo que implica como contrapartida un alto grado de responsabilidad profesional.

La Comisión, en ese contexto, considera de la mayor importancia que la regulación establezca estándares y principios encaminados a la adopción de los más exigentes arreglos de gobierno corporativo en el mejor interés de los consumidores, para lo cual formula las siguientes recomendaciones.

1

El gobierno corporativo debe ser un mecanismo a través del cual los diferentes órganos de las entidades vigiladas aseguren la disciplina de mercado conforme a los más exigentes estándares profesionales para la actividad desarrollada

i.

La regulación debe establecer estándares profesionales exigentes para todos agentes que participen en el mercado de capitales que sean efectivamente supervisados.

ii.

La regulación debe ser diseñada para que los administradores (tanto la alta dirección como los miembros de las juntas directivas y los comités de inversión y/o riesgo) tengan incentivos apropiados para gestionar profesionalmente los riesgos de la entidad en el propósito asegurar negocios sostenibles en el tiempo.

ii.

La regulación debe ser diseñada para que los estándares de gobierno corporativo definidos tengan como objetivo asegurar la transparencia, independencia y profesionalismo individual de las entidades vigiladas, siguiendo el enfoque previsto para los Holdings y Conglomerados Financieros.

Las entidades vigiladas deben incorporar en su gobierno corporativo elementos que aseguren una conducta transparente, independiente y profesional en el mejor interés de los consumidores

i.

La regulación deberá diseñarse para que las entidades vigiladas incorporen en su gobierno corporativo mecanismos encaminados a asegurar una conducta transparente, independiente y profesional en el mejor interés de los consumidores financieros

ii.

La regulación deberá permitir que cada entidad, conforme a su apetito de riesgo y la gestión profesional de los mismos, desarrolle códigos de gobierno asertivos que permitan al supervisor y a los consumidores formarse una opinión informada sobre la naturaleza de los productos y servicios ofrecidos, así como los riesgos inherentes y emergentes asociados.

iii.

La regulación debe, igualmente, diseñar un esquema de información, monitoreo y medición del cumplimiento de los objetivos específicos de los códigos de gobierno que desarrollen las entidades vigiladas.

3.6 REGULACIÓN RELATIVA A LA DEUDA CORPORATIVA

El Capítulo II exhibe una actualidad del mercado colombiano poco favorable para los bonos corporativos. Las emisiones a lo largo del 2018 no llegan al 1% del PIB²⁰², en una gran parte emisiones del sector financiero, con una rotación baja del saldo emitido. La liquidez de este mercado responde a situaciones relacionadas con la misma dinámica del mercado. Ahora, tal como se anotó anteriormente, el año 2019, hasta cierre de agosto, ha presentado una saludable dinámica de emisiones, superando lo emitido a lo largo de todo el año 2018. El total parcial de \$8.8 billones incluye \$4.7 billones emitidos por el sector real, permite a las autoridades estimaciones para cierre de año de \$13 billones, superior al 1% del PIB.

Pese a esta dinámica reciente es importante analizar puntos específicos del entorno del mercado de deuda corporativa con el fin de estudiar elementos que pueden permitir mejoras en el apoyo al desarrollo del mercado.

Un primer punto obedece a la exclusión de estos activos de las operaciones de mercado

abierto del Banco de la República (ver Capítulo II), y la subsecuente adopción de esos estándares para el castigo de los títulos en el cálculo del indicador de riesgo de liquidez (IRL). En efecto, la regulación²⁰³ indica que los bancos y las sociedades comisionistas de bolsa deben descontar el valor de estos títulos en un 15% para títulos calificados AA- o mejor, 20% para calificaciones entre BBB- y A+, y 50% para el resto.

Por otro lado, la regulación exige a estas entidades a mantener un nivel mínimo de 70% de activos líquidos de alta calidad (ALAC), definidos como disponible y activos líquidos que reciba el Banco de la República en sus operaciones de expansión y contracción monetaria, como proporción del total de activos líquidos.

Según Córdoba et al. (2017), estos elementos generan desincentivos para la tenencia de deuda corporativa, lo cual afecta el desarrollo de este mercado.

Otro punto señalado como elemento que puede impedir el desarrollo es la agrupación

202. En Estados Unidos la proporción para el 2018 supera el 7%.

203. Anexo 1 del Capítulo VI de la Circular Básica Contable y Financiera de la Superintendencia Financiera.

204. Tomando los tres grupos definidos en la regulación: (i) AA- a AAA, (ii) BBB- a A+ y (iii) el resto.



amplia de tres segmentos del *Asset Class* en las tasas de descuento, sin consideraciones de plazo, liquidez o nivel de riesgo distintivo entre bonos con calificaciones de un mismo grupo²⁰⁴. Este punto fue referenciado de forma similar en la definición de los APNR relacionados en la regulación de las compañías de seguros (ver Sección 2.2).

RECOMENDACIONES RELATIVAS A LA REGULACIÓN DE DEUDA PRIVADA

La Comisión, analizando el estado del mercado de deuda corporativa y la especificación regulatoria de los cálculos definidos para operaciones en este *Asset Class* considera conveniente formular la siguiente recomendación.

205. Leyes 1266 de 2009 y 1581 de 2012.

1

El Gobierno debe adelantar una revisión del marco regulatorio del mercado de deuda corporativa

i.

El Gobierno debe adelantar el conjunto de reformas regulatorias, que no requieren de reformas legales, que favorezcan la profundización del mercado de préstamo de valores, en línea con lo expresado en el numeral 3.3 de la Sección III, con el objeto de apoyar la profundización de la liquidez del mercado de bonos.

ii.

El Gobierno, a través de la URF, debe revisar la metodología de cálculo del Índice de Riesgo de Liquidez (IRL) para deuda corporativa que deben utilizar establecimientos de crédito y sociedades comisionistas de bolsa. La revisión debe estar encaminada a buscar oportunidades de mejora en la consideración de riesgo del activo (y no de su clase), considerando elementos de crédito, liquidez, y plazos, evitando discontinuidades en el cálculo del riesgo de liquidez.

3.7 ACCESO A LA INFORMACIÓN

La Constitución define los derechos fundamentales de las personas “a su intimidad ... y a conocer, actualizar y rectificar las informaciones que se hayan recogido sobre ellas en bancos de datos y en archivos de entidades públicas y privadas”.

En adición, diferentes leyes²⁰⁵ determinan que la información financiera de los clientes de las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera es de carácter privado, sujeta por tanto al “secreto bancario”.

Ese conjunto normativo, igualmente, establece que cualquier entidad que recolecte o trate de cualquier forma información financiera o comercial de los individuos (sean personas naturales o jurídicas), está sujeta a la previa y expresa autorización de aquéllos.

A partir de esos elementos normativos, las entidades vigiladas han entendido que la información de su clientela (contenida o no formalmente en bases de datos únicas o segregadas) les pertenece, privando a usuarios y consumidores financieros del derecho a usar su información financiera y comercial de la forma que mejor les convenga, incluida permitir el ofrecimiento de servicios financieros por parte de entidades similares o no (Fintech).

Esa regla universal ha venido siendo matizada e incluso desechada en varias jurisdicciones debido a la fuerza con la cual la economía digital ha penetrado el mercado de servicios. El más reciente y radical ejemplo es la normativa sobre *Open Banking* en la jurisdicción de la Unión Europea.

La ausencia de una normativa que explícitamente permita a los consumidores y usuarios de servicios financieros disponer en forma expedita de la información comercial y financiera que ha sido recopilada y es tratada por las entidades vigiladas es una barrera que inhibe una presión competitiva mayor entre los diversos agentes del mercado de capitales.

En ese contexto, los consumidores y usuarios de servicios financieros no se benefician, como es deseable, de las mejores condiciones disponibles en el mercado tanto en materia de productos como de precios. Así mismo, la ausencia de una regulación que estimule la competencia no es propicia para el florecimiento de la innovación financiera y el uso de tecnologías e infraestructuras digitales que reduzcan el costo de prestación de los servicios financieros.

Un estudio reciente del Banco Mundial y SECO²⁰⁶ define *Open Banking* como un “movimiento global que promueve que instituciones financieras permitan a terceros autorizados a acceder (i) los datos individuales y de empresas (tales como transacciones), (ii) los servicios bancarios (tales como iniciación de pagos), (iii) en formato legible por un computador, (iv) sujeto a autorización del cliente”²⁰⁷.

Se entiende que con el uso estandarizado de API terceros pueden acceder a una porción de la información de clientes (según la autorización otorgada) para ofrecer productos y servicios, promoviendo la competencia, ampliando el espectro de oportunidades para la sociedad, incrementando la eficiencia del sistema, estableciendo un entorno favorable para la innovación, y, como efecto adicional, promoviendo la inclusión y educación financiera de la sociedad.

El referido estudio del Banco Mundial – SECO concluye que Colombia se encuentra en condiciones cercanas de poder introducir *Open Banking*. Las recomendaciones de ese estudio se resumen en (i) establecer como objetivo común con una narrativa cohesionadora para el país, (ii) regular la obligatoriedad del *Open Banking*, (iii) estandarizar y asegurar el *Open Banking*, (iv) educar, (v) experimentar con pilotos y *sandboxes*, (vi) asegurar un entorno que favorezca la competencia y (vii) monitorear el progreso y establecer métricas de éxito.

Entendiendo el *Open Banking* como un elemento importante para abrir los mercados a la sociedad y promover la competencia de instituciones financieras, su presencia presentaría una plataforma de promoción del mercado de capitales.

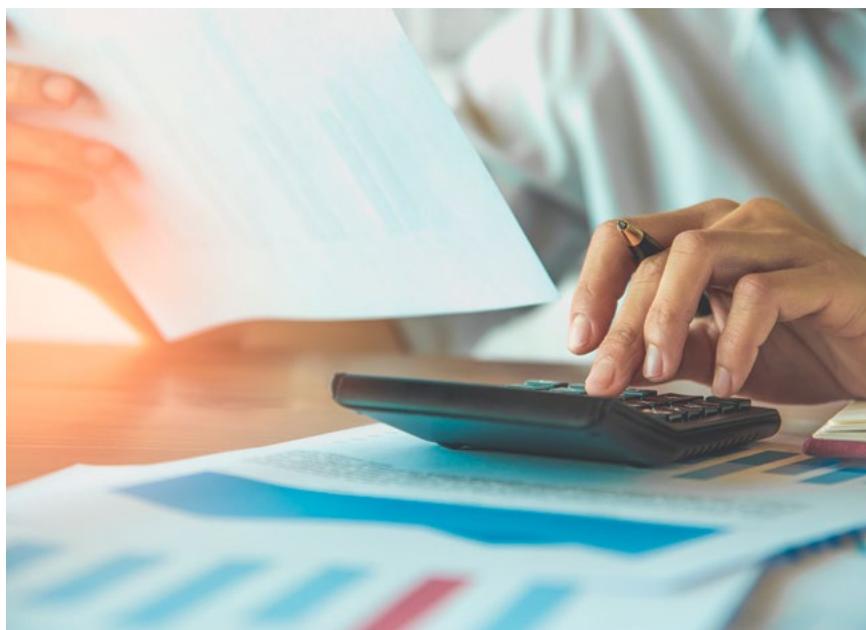
En este escenario, su alcance de aplicación debería incluir la información transaccional y de inversión de entidades y personas. En particular, información acerca de los movimientos del mercado de capitales deberían ser ampliamente disponibles para la sociedad. Esto incluye emisiones en el mercado primario, y transacciones en el mercado secundario, sea o no a través de sistemas de negociación organizados o sobre el mostrador. La información debería ser de fácil acceso, en condiciones que permitan su uso para análisis cuantitativos, y con exigencias de estándares altos para la veracidad de la información.

Tal apertura de su propia información propendería por una ampliación del monitoreo que participantes y academia ejercen sobre el mercado, propiciando un saludable ambiente de análisis y de difusión del estado del mercado. Todos estos elementos son necesarios para un plausible desarrollo del mercado de capitales.

Otra dimensión sobre la información consiste en su utilidad para el conjunto de participantes en el mercado. En ese sentido, la información es un activo que, en la medida que sea producida por entidades que desarrollan las actividades del mercado de capitales, debe ser considerada de *interés público*.

En efecto si bien la información relativa a las transacciones efectuadas en los sistemas transaccionales de los mercados de deuda y de acciones es pública y puede ser consultada con relativa facilidad, existen ciertas restricciones que afectan tanto divulgación como su verdadera disponibilidad. Adicionalmente, cabe señalar que la información que interesa al mercado no se limita a las operaciones celebradas en los mercados abiertos y contestables²⁰⁸.

Como se anotó en la **Sección I** de este Capítulo III es facultad del Presidente de la República ejercer la inspección, control y vi-



gilancia de todas las personas jurídicas, la cual ejercerse a través de superintendencias, algunas de las cuales son especializadas²⁰⁹. Sin embargo, la calidad, oportunidad y consistencia estadística producida por tales entidades deja mucho que desear. Y, en el caso de las que tienen mejores estándares de calidad, es poco oportuna o de difícil acceso. En suma, es casi un trabajo de arqueología la obtención de datos útiles, consistentes y pertinentes.

En ausencia de información estadística de buena calidad, oportuna y libremente accesible resulta casi imposible determinar, por

ejemplo, cuáles sectores de la economía están bien servidos por los diferentes canales del mercado de capitales y su potencial. Así mismo, dificulta diseñar políticas públicas que tengan en cuenta la verídica realidad de la estructura de capital de las empresas y sus necesidades de financiamiento.

Tradicionalmente se ha considerado que la información sólo debe hacerse pública cuando una determinada firma emite cualquier clase de instrumento en el mercado de valores. Bajo esa premisa, se acentúa una de las barreras que enfrentan los potenciales emisores: vencer el *costo*

del sinceramiento y que implica ser escrutado celosamente por el Estado y los potenciales inversionistas.

La información, su calidad, consistencia y oportunidad, tiene efectos sobre la transparencia de los mercados, pero también en la gestión profesional de riesgo. En ese sentido, el Estado debería prestar especial atención para señalar altos estándares de producción y revelación pública de la información financiera de todas las sociedades mercantiles.

Así mismo, es indispensable que la información estadística relacionada con los portafolios de inversión gestionados por las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera esté plena y oportunamente disponible para consulta del público en general. Total, estamos frente a actividades de interés público.

Igualmente, desde el punto de vista de los emisores, es deseable poder contar con información robusta de sus accionistas, considerando elementos operativos tales como el envío de comunicaciones, pago de dividendos y convocatoria a asambleas. El mercado debería dirigirse hacia una modernización de esta información, comenzando por la digitalización completa de estos datos, y la desmaterialización de los valores que han sido emitidos en el mercado de valores (en línea con lo expuesto en el Capítulo II, y en la Sección 2.4).

En esa materia, la Comisión considera que el Estado tiene un papel relevante que contribuirá en el mediano y largo plazo a que la sociedad en su conjunto adopte mejores prácticas gerenciales y de gobierno corporativo, a saber, definir de manera uniforme políticas transversales de revelación pública de información financiera por todas las personas jurídicas.



206. (TESOBE, 2019).

207. Traducción propia del documento original en inglés.

208. Ejemplo de ello, por ejemplo, son las tasas de negociación sobre el mercado de facturas que, conforme a las reglas del mercado de valores, pueden ser ahora objeto de custodia a través de los depósitos centrales de valores.

209. En esa línea, por ejemplo, están la Superintendencia de Servicios Públicos, la Superintendencia de Salud, la Superintendencia de Economía Solidaria, y la misma Superintendencia Financiera.

RECOMENDACIONES RELATIVAS AL ACCESO A LA INFORMACIÓN

La Comisión, a partir de su entendimiento de las nuevas tecnologías de información y su impacto en la prestación de los servicios financieros, así como los efectos positivos que puede tener para beneficio de agentes, consumidores y autoridades, considera conveniente formular las siguientes recomendaciones.



1

El Gobierno debe definir los estándares técnicos y prudenciales que permitan avanzar en el modelo de open banking

i.

El Gobierno debe establecer estándares y parámetros técnicos, prudenciales y jurídicos bajo los cuales se debe adoptar por todas las entidades vigiladas el modelo de Open Banking, siguiendo los lineamientos de la regulación vigente en la Unión Europea.

ii.

La regulación debe establecer un término prudencial para la adaptación e implementación por las entidades vigiladas en forma tal que se garantice tanto la seguridad y confidencialidad de la información propietaria de éstas y de los consumidores financieros.

2

La información relativa a las transacciones u operaciones en el mercado de capitales debe ser considerada como un activo de interés público

i.

El Gobierno debe tomar medidas encaminadas a garantizar que la información relacionada con las actividades y agentes del mercado de capitales (incluidas las operaciones o transacciones realizadas por su conducto, a excepción de la información de las contrapartes) esté plenamente disponible de manera gratuita para la sociedad.

En ese sentido el Gobierno debe adoptar altos estándares que aseguren un alto nivel de confiabilidad, veracidad, relevancia y actualidad.

ii.

El Gobierno debe tomar medidas encaminadas a calificar como de interés público la información financiera de las personas jurídicas sujetas a inspección, vigilancia y control del Estado.

En ese sentido el Gobierno debe establecer una estrategia que permita el acceso pleno a la información financiera de las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera y la Superintendencia de Sociedades que reduzca el costo del sinceramiento para su acceso al mercado de capitales.

SECCIÓN 4

MANEJO

DE

ACTIVOS PÚBLICOS

El Estado no solo interviene en la economía para dirigirla y regularla. También supervisa la conducta de los agentes económicos y controla el buen manejo de recursos públicos cuya gestión está a cargo de sus servidores o de personas de derecho privado.

Sin embargo, el Estado no cumple ese papel en forma aséptica en la medida que a través de agencias de su propiedad o con recursos que le pertenecen a la Nación es un actor económico que, en competencia, cooperación o en forma monopólica, participa de la actividad económica en general.

El Estado como agente económico es de cardinal relevancia para el mercado de capitales en diversas dimensiones.

En efecto, el mercado de deuda pública debido a su tamaño, profundidad y liquidez, así como por las señales económicas que trasmite a los demás segmentos, pone de presente que el Estado es el emisor más importante y profesional que existe.

Así mismo, a través de sus principales empresas acude con frecuencia al mercado de

valores para apalancar la financiación de sus actividades, al tiempo que ha jugado un papel relevante a través de las sucesivas democratizaciones de ISA, ECOPEPETROL e ISAGEN que dinamizaron el mercado accionario en cuanto animaron también al sector privado a buscar capital fresco a través de la bolsa.

El Estado, de otra parte, es el agente con mayor posición de liquidez en la economía nacional con impacto significativo en la demanda por activos e instrumentos en los mercados monetario y de capitales a través de tesorerías con recursos de corto plazo y fondos públicos con objetivos de mediano y largo plazo, respectivamente.

El Estado, finalmente, también detenta participaciones de control en un centenar de entidades que en el curso ordinario de sus negocios están a cargo de sus respectivos administradores y, con su conducta, modela en muchos escenarios la conducta de los agentes privados.

La breve descripción anterior pone en evidencia que la conducta del Estado, a tra-

vés de sus agentes, así como de las señales transmitidas por los organismos de control sobre la forma de evaluar la gestión fiscal a cargo de los servidores y las personas de derecho privado con respecto al manejo e inversión de los recursos y fondos públicos, tiene marcada relevancia en cuanto puede potenciar el desarrollo del mercado y elevar el profesionalismo bajo el cual se gestionan los activos estatales, así como los resultados económicos siempre que las reglas bajo las cuales operan unos y otras evolucionen hacia estándares de conducta mejor alineados con los sanos usos y prácticas de los mercados de capitales.

La Comisión, en ese contexto, ha considerado oportuno ocuparse de entender el entorno y efectos del papel que juegan los agentes estatales en el mercado de capitales, así como la formulación de recomendaciones como se presentan a continuación.

4.1 GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS PARTICIPACIONES PÚBLICAS EN EMPRESAS PARA FORTALECER SU DIRECCIONAMIENTO ESTRATÉGICO EMPRESARIAL

El Estado colombiano tiene la calidad de accionista mayoritario en numerosas empresas, algunas de las cuales son emisores con acciones y bonos inscritos tanto en el mercado bursátil local como en centros financieros internacionales²¹⁰.

El origen de esas participaciones de capital, en su mayoría, son fruto de decisiones de políticas auspiciadas para impulsar el desarrollo de ciertos sectores económicos. Sin embargo, pese a que la Nación es la titular de las participaciones accionarias, no actúa como la unidad que representa ni ejerce como verdadera controlante estratégico en la medida que la tutela administrativa de las empresas se le atribuye a diversos ministerios y departamentos administrativos bajo las mismas consideraciones sectoriales.

En ese contexto, la regla general es las empresas públicas no logren consolidar estrategias empresariales de largo plazo, pues en múltiples casos, ni siquiera logran superar el ciclo político asociado al cambio de gobierno.

Con ocasión de la adhesión a la OCDE – Ley 1950 de 2019, Colombia adoptó una serie de medidas encaminadas a fortalecer el gobierno corporativo de las empresas con participación de capital público, una de las cuales consistió en delegar el gobierno efectivo de los negocios en las respectivas gerencias de dedicación exclusiva con el acompañamiento de las juntas directivas integradas con personas independientes.

Esa medida implica, por definición, que la Nación adopte un modelo de gestión empresarial robusto para el direccionamiento y control estratégico de las empresas con capital estatal, siguiendo estándares similares a los aplicados en el sector privado para el manejo de los grupos empresariales.

La implementación de esa decisión presenta avances significativos.

En efecto se crearon, de un lado, la *Dirección General de Participaciones Estatales* bajo la coordinación del Viceministro General de Hacienda - dependencia encargada de la formulación de lineamientos y objetivos de gobierno corporativo, así como de su control y seguimiento -, y del otro, la *Comisión Intersectorial de Coordinación de Aprovechamiento de Activos Estatales* - en la cual tienen asiento diversos ministerios y departamentos administrativos a los cuales tales empresas están adscritas o vinculadas -, cuyas funciones son ajenas, por definición, a la toma de decisiones obligatorias y transversales que deban ser cumplidas tanto por las empresas como por las dependencias de la administración central.

Otro avance es la estrategia definida en el Plan Nacional de Desarrollo 2018 – 2022²¹¹ que facultó al Presidente de la República para crear una entidad responsable de la gestión del servicio financiero público que incida en mayores niveles de eficiencia, aunque dicha facultad, al parecer, quedó restringida a entidades del sector financiero dejando fuera a numerosas empresas controladas por la Nación y de altísimo valor estratégico.

Como resultado de lo anterior, si bien la Nación es titular de todas participaciones estatales del sector descentralizado en el nivel nacional, carecen de la cohesión y consistencia deseable en materia de estrategia empresarial de largo plazo en beneficio de la sociedad en su conjunto.

En ese sentido, el esquema actual acusa ciertas falencias institucionales que pueden inhibir la obtención eficaz de los beneficios perseguidos pues está diseñado de tal manera que no trasciende el ciclo político, y en cambio sí está afecto a las agendas de corto plazo derivadas del esquema tutelar descentralizado que lo caracteriza.

Esa debilidad puede tener efectos negativos cuando las empresas son encargadas a administradores sin las competencias y experiencia profesionales o que, aun teniéndolas, carecen de guías estratégicas de largo plazo trazadas por su controlante (la Nación), o en el peor de los casos, cuando los administradores responden a intereses diferentes al servicio público.

En el caso de las empresas con alto valor estratégico para la Nación o la economía na-

cional, si bien sus modelos de gobierno han evolucionado a tal punto que la administración ha sido encargada a profesionales competentes (unos con dedicación exclusiva en el caso de alta gerencia y, otros a tiempo parcial como en el caso de las juntas directivas que la acompaña) cuyos incentivos están alineados con metas de crecimiento y rentabilidad para el accionista, se evidencia que operan aisladamente de la circunstancia que tienen un mismo controlante y, por tanto de una estrategia empresarial de largo plazo que trasciende el ciclo político.

La ausencia de un direccionamiento fuerte por parte del mayor accionista, con objetivos precisos sobre el rol que deben desempeñar en beneficio del mejor interés de la Nación como un todo y no de los distintos ministerios y departamentos administrativos cuya agenda sectorial impide una tener una visión empresarial consolidada de la Nación, limita la captura de los beneficios económicos y sociales que supone la destinación de aportes públicos a actividades que pueden o deben ser desarrollados por agentes privados.

Finalmente, es deseable que la Nación se exprese unívocamente en la formulación de estrategias encaminadas a la adopción de mejores prácticas de gobierno corporativo para todas sus empresas, como así lo exige el Estado a las firmas privadas que participan en el mercado de capitales, al igual que la profesionalización de las áreas de finanzas corporativas de manera que su estructura de capital y la rotación de este sea en sí mismo un objetivo empresarial en beneficio del mercado de capitales.

210. Entre ellas Ecopetrol, ISA, FDN, Bancoldex, Banco Agrario, Findeter, Finagro, Positiva de Seguros, Positiva de Seguros, Nueva EPS. Así mismo múltiples participaciones de capital en empresas de servicios públicos (particularmente, en el sector eléctrico).

211. Ley 1955 de 2019, "Artículo 331. Modernización y eficiencia de las entidades públicas del sector financiero. De conformidad con lo establecido en el artículo 150, numeral 10, de la Constitución Política, revístase al Presidente de la República de precisas facultades extraordinarias, por el término de seis (6) meses, contados a partir de la fecha de publicación de la presente ley, para: (sic) Fusionar entidades públicas del sector financiero, tales como, Aseguradoras Públicas y Fiduciarias Públicas; con el fin de evitar duplicidades y crear una entidad de la Rama Ejecutiva del orden nacional responsable de la gestión del servicio financiero público que incida en mayores niveles de eficiencia. (Subraya fuera del texto original).

RECOMENDACIONES RELATIVAS AL GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS PARTICIPACIONES PÚBLICAS

La Comisión, a propósito de su entendimiento del papel que cumple el Estado como agente económico y la importancia que para el mercado de capitales tiene su comportamiento en cuanto a través de éste envía señales de conducta, considera conveniente que se avance en la implementación de las decisiones encaminadas a fortalecer el gobierno estratégico y corporativo de las participaciones públicas en empresas.

La Comisión, en ese sentido, estima que un gobierno estratégico y corporativo centralizado de las empresas con participación estatal puede redundar en mejoras significativas desde la perspectiva del aprovechamiento del capital comprometido y la generación de nuevos activos para el mercado de capitales, por lo cual formula las siguientes recomendaciones.

1

El Estado debe crear la Agencia Nacional de Participaciones Públicas que detente la propiedad de todas las empresas en las que la Nación tenga participaciones de capital

i.

El Gobierno debe promover la creación de la *Agencia Nacional de Participaciones Pública – ANPAP*, organizada como una agencia de naturaleza especial del sector descentralizado de la Rama Ejecutiva del Orden Nacional, con personería jurídica, patrimonio propio, autonomía administrativa, financiera y técnica, adscrita al Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

ii.

La *Agencia Nacional de Participaciones Públicas – [ANPAP]* debe detentar, en nombre de la Nación, todas las participaciones en empresas o sociedades (estén regidas tanto por el derecho público como del privado) bajo el mandato explícito de actuar como el holding de inversiones del Estado colombiano.

2

El objetivo de la Agencia Nacional de Participaciones Públicas debe ser el direccionamiento estratégico y su aprovechamiento en beneficio exclusivo del interés de la Nación

i.

El objetivo de la *Agencia Nacional de Participaciones Públicas [ANPAP]* debe ser el direccionamiento estratégico y aprovechamiento de las participaciones estatales en desarrollo del cual

A

Adopte y haga efectivas las mejores prácticas de buen gobierno corporativo (siguiendo los lineamientos de la OCDE);

B

Propender por el sano financiamiento de las empresas que tengan como accionista o socio a la nación; y

C

Participe en el desarrollo del mercado de capitales por la vía de emisiones que alimenten la oferta de activos.

4.2 FONDOS PÚBLICOS VINCULADOS A LA SEGURIDAD SOCIAL EN PENSIONES Y MODELO DE GESTIÓN

El Estado colombiano a partir de las reformas emprendidas con la Ley 100 de 1993 que creó el Sistema General de Pensiones se obligó, tanto en el sector central como descentralizado de los órdenes nacional y territorial, a acumular los fondos necesarios para cubrir las obligaciones causadas en los regímenes públicos cuya característica común era (y continúa siendo) el desequilibrio financiero entre las reservas (muchas veces inexistentes) y los generosos beneficios garantizados a los trabajadores.

Con ocasión de esa estrategia diferentes normas obligaron a las entidades responsables del pago de pensiones a constituir vehículos de propósito especial gestionados por agentes fiduciarios para asegurar la constitución paulatina de las reservas con destino a garantizar la atención de las pensiones a sus trabajadores y beneficiarios en cuanto fueren derechos adquiridos.

A junio de 2019 existen 45 portafolios públicos, organizados como patrimonios autónomos, cuya destinación específica es la garantía y pago de pensiones de beneficio definido que suman aproximadamente 70 billones de pesos en activos bajo administración (AUM), siendo los de mayor tamaño el Fondo de Pensiones Territoriales – FONPET (\$50.000 MM), Ecopetrol (\$12.500 MM), y el Fondo de Prestaciones Económicas, Cesantías y Pensiones del Distrito Capital – FONCEP (\$2.500 MM).

La normatividad vigente permite que cada entidad territorial o pública responsable del pago de pensiones defina el mecanismo de gestión de estos fondos en cuya administración participan, individualmente o a través de consorcios, las sociedades fiduciarias y las sociedades administradoras de fondos de pensiones - AFP, agentes habilitados por la legislación financiera conforme a su objeto social especializado.

De otro lado, la Ley 549 de 1999 por medio de la cual se crea el FONPET y su reglamento (Decreto 1913 de 2018) definen lineamientos

homogéneos para los regímenes de inversión de los recursos pertenecientes a dicha clase de portafolios públicos.

Esos lineamientos de inversión siguen, por regla general, el régimen previsto para el fondo conservador de los fondos de pensiones obligatorias del Régimen de Ahorro Individual, y con algunas diferencias puntuales, el aplicable a los fondos de cesantía en su portafolio de corto plazo para los fondos públicos son de menor tamaño y en etapa de des- acumulación. Así mismo se dispone que el gobierno corporativo para el proceso de inversión corresponde al definido para las AFP (Decreto 2555 de 2010, Libro 6, Título 13).

Para el caso del FONPET la regulación establece la obligación de observar y cumplir con un parámetro de rentabilidad mínima (Resolución 2724 de 1012 del Ministerio de Hacienda), definido como un esquema de rangos para cinco clases de activos, calculando el mínimo entre combinaciones posibles que respeten esos rangos. Y, tratándose de la remuneración para los administradores, las comisiones son calculadas como un porcentaje sobre los rendimientos del portafolio, porcentaje que es asignado mediante subastas competitivas, en las que frecuentemente participan consorcios integrados por dos o tres sociedades fiduciarias y una AFP, combinación que responde a los requerimientos de solvencia exigidos en función del AUM del Fondo Público.

Tratándose de la seguridad sobre los valores que integran el portafolio de esos fondos públicos la regulación establece que en el caso de títulos del exterior la custodia es obligatoria a través de las entidades de cada mercado y, para los instrumentos nacionales se exige mantenerlo a través de un depósito centralizado de valores, pero el servicio general de custodia de valores en el sentido estricto de la regulación de esa actividad en el mercado de valores, no está especificado en la norma y por tanto se considera voluntario.

Dado que esos fondos son de naturaleza pública las entidades financieras que los gestionan son sujetos pasivos de control fiscal en los términos de la Ley 610 de 2000 que, en particular, los expone al riesgo de ser disciplinados por un eventual detrimento al patrimonio público.

En consideración a ese riesgo las entidades públicas y las entidades financieras adminis-

tradoras establecen metodologías en virtud de las cuales se evita la venta de títulos específicos debajo de su precio de adquisición. Así, cuando se presente un evento en el que el mercado genere una situación en que un título opere por debajo de su precio de compra (más rendimientos), se prohíbe su venta hasta tanto cambien las circunstancias²¹².

Cabe señalar que la información sobre los rendimientos obtenidos por estos fondos no está disponible para el público lo que impide formarse una opinión sobre el desempeño tanto de los portafolios como de los gestores en el tiempo, así como sobre los costos efectivos de los mecanismos de administración privada de esos recursos.

Sin embargo, dados los regímenes de inversión que deben seguirse y el riesgo asociado a las investigaciones o sanciones con ocasión de una eventual situación de detrimento patrimonial, es posible sugerir que su manejo puede ser excesivamente conservador en perjuicio del mejor interés de las entidades propietarias de los recursos, así como que existe una marcada diferencia entre la gestión de recursos de naturaleza pública y privada.

No puede perderse de vista, tampoco, que la estructura de mercado tampoco favorece la amplia participación de otros agentes pues las modalidades bajo las cuales se escogen a los gestores de los fondos, y la regulación financiera asociada al capital regulatorio exigido para acceder a la administración de esos recursos acentúa los altos índices de concentración que se observan en la actividad de gestión de activos (Asset Management)²¹³.

Todo lo anterior, además, tiene efectos indeseables sobre el funcionamiento del mercado de capitales.

En efecto, los altos índices de concentración observados en la actividad de gestión de activos, así como la inexistencia de incentivos para diferenciarse según los diferentes mandatos, empujan aún más la correlación de flujos y explica la baja diversificación en los portafolios de los inversionistas institucionales, así como los presumibles bajos rendimientos de esos recursos.

212. Aun cuando ocasionalmente se han abierto investigaciones asociadas a la venta de inversiones por debajo de los precios de valoración, las mismas no han tenido consecuencias cuando se ha probado que las operaciones se realizaron por encima del precio de compra (más rendimientos).

213. (Petrecolla, 2019).

RECOMENDACIONES RELATIVAS AL MODELO DE GESTIÓN DE LOS FONDOS PÚBLICOS VINCULADOS A LA SEGURIDAD SOCIAL

La Comisión, a propósito de su entendimiento del modelo de selección de los agentes que gestionan los fondos vinculados a la seguridad social y la regulación particular sobre su manejo, considera deseable un cambio drástico en virtud del cual se rediseñe el arreglo de incentivos entre el principal y el agente, a efectos de que se persigan mejores retornos de mediano y largo plazo en beneficio de las entidades territoriales o públicas propietarias de los recursos, teniendo en cuenta las siguientes recomendaciones.

1

El modelo de gestión y administración de los fondos públicos vinculados a seguridad social en pensiones debe ser reformado para alinear los intereses del Estado y de los gestores

i.

El manejo e inversión de los fondos públicos debe realizarse en consideración al perfil de los pasivos a cargo de cada entidad territorial o pública a cuyo cargo esté la garantía o pago de pensiones.

ii.

El nuevo modelo implica abandonar como práctica regulatoria la adopción de regímenes de inversión referidos a otra clase de portafolios público o privados, incluidos los aplicables a los recursos gestionados por las AFP.

iii.

El nuevo modelo implica la eliminación de la exigencia de una rentabilidad mínima dado que su esquema induce comportamientos desalineados con el mejor interés del principal.

iii.

El nuevo modelo debe moverse hacia mandatos de inversión que tengan por finalidad la conformación de un portafolio eficiente que se mida contra un *benchmark* previamente definido en función de los mercados o tipos de activos en los cuales se pueden invertir los recursos de los fondos.

El proceso de selección de los gestores de los fondos públicos vinculados a seguridad social en pensiones debe ser ampliar el número de agentes y de tomadores de decisiones de inversión

i.

Es deseable que exista un número mayor de tomadores de decisiones de inversión por lo que el diseño del proceso de selección de los gestores debe considerar variables que persigan ese objetivo.

En consecuencia, es deseable que, en lugar de adjudicar el Fondo como unidad a través de consorcios, se opte por otorgar múltiples mandatos de inversión sobre los recursos fraccionados de la unidad entre diversos agentes.

Eso permitirá una dinámica de competencia que maximice los intereses del Estado tanto al tiempo de la adjudicación como en la ejecución de los mandatos de inversión en la medida que participen agentes (*Asset Managers*) con visiones de riesgo, estándares profesionales y capacidades distintas a las presentes en el mercado actual.

ii.

Es deseable que la remuneración de los gestores de portafolio seleccionados se diseñe como un porcentaje de la rentabilidad obtenida en función de un *benchmark* previamente definido y la función de rentabilidad perseguida.

iii.

La Comisión resalta que la estructura planteada sigue el modelo que actualmente desarrollan el Banco de la República para las reservas internacionales y el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras para las reservas que constituyen el seguro de depósito, que en ambos casos corresponden al manejo e inversión de recursos o fondos públicos.

iv.

La Comisión, así mismo, llama la atención en el sentido de que el cambio propuesto debe ser observado en concordancia con otras de las recomendaciones planteadas en este informe, y en particular con las precisiones legales que requiere la evaluación de la gestión fiscal respecto del manejo e inversión de recursos o fondos públicos, la adopción de estándares más altos en gobierno corporativo de las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera, y la adopción de una regulación con enfoque funcional para la actividad de gestión de activos (*Asset Management*).

4.3 ENAJENACIÓN Y DEMOCRATIZACIÓN DE PARTICIPACIONES ESTATALES

El Estado, como se anotó en otros apartes de este Informe, ha jugado un papel determinante través de la democratización de una parte de la propiedad accionaria de la Nación en empresas que actualmente se cotizan en bolsa y son referentes de buena gestión y prácticas corporativas.

Hacia el futuro es de esperarse que el Estado continúe desempeñando un rol importante en esa materia sí, además, se tiene presente el Marco Fiscal de Mediano Plazo divulgado recientemente.

En ese sentido cabe recordar que la Constitución (Art. 60) establece un derecho preferencial a favor del denominado sector solidario al tiempo de la enajenación de la participación estatal, cuyos elementos concretos están contenidos en la Ley 226 de 1995, y con arreglo a los cuales se han adelantado todos los procesos de democratización.

Ley 226, en concreto, dispone que el derecho preferencial en favor del sector solidario está asociado a tres elementos críticos, a saber: i) la obligación de ofrecer el 100% de la participación pública que se pretende enajenar, ii) la definición de un precio mínimo fijo al que se deben ofrecer las acciones a los destinatarios de condiciones especiales, y iii) la duración mínima del periodo de ofrecimiento, establecida en dos meses.

Observados en abstracto, esos elementos lucen razonables desde la perspectiva del objetivo de democratizar la propiedad accionaria entre los destinatarios de las condiciones especiales, pese a que desde la definición de quienes son destinatarios de la preferencia se excluye del derecho a participar a la mayoría de la población.

Una mirada al balance consolidado de la participación de los destinatarios de las condiciones especiales o sector solidario durante la etapa preferencial y exclusiva enseña que la respuesta ha sido baja, a diferencia de los procesos exitosos desde la perspectiva de la democratización que han tenido lugar cuando se han incorporado rondas adicionales destinadas al público en general que, a diferencia del solidario, ha respondido masivamente.

Una mirada distinta hace pensar que en su conjunto esos elementos están desalineados con las realidades y velocidad a la que se desenvuelven los mercados de capitales internacionales en la medida que el proceso de enajenación de un activo, en un momento dado, entra en abierta competencia con otras oportunidades de inversión similares que están disponibles para la venta.

Esa realidad hace que el esquema en su conjunto no sea propicio para concitar la participación amplia y competitiva de inversionistas estratégicos que, en esas condiciones, optarán por tomar aquella que resulte más rápidamente accesible en condiciones similares de riesgo/retorno.

Y, desde la perspectiva de la salvaguarda del patrimonio público – que es un mandato previsto en la misma Ley 226 y, por tanto, su gestión sujeta a control fiscal – es obvio que resulta mejor un proceso rápido de subasta competitiva entre varios jugadores, en lugar de uno limitado porque es el primer escenario en que se obtendrá un precio más alto para la Nación.

Un examen más detallado a la determinación del *precio mínimo fijo* pone de presente que tanto el mecanismo para su aprobación (Consejo de Ministros en el nivel nacional y Consejo de Gobierno en lo territorial), además de contrario a las prácticas de mercado en el sector privado, inhibe el desarrollo del valor justo de intercambio basado en variables tales como la visión de los potenciales inversionistas y el consenso de mercado que surge de la construcción del libro de ofertas.

Otro problema radica en el ajuste del precio por inflación cuando entre la apertura del proceso y la época del cierre de la colocación se presentan demoras asociadas a factores exógenos (por ejemplo, la resolución de acciones judiciales) en cuanto puede alejarse de la valoración efectuada por el estructurador de la transacción o de los precios mismos que el mercado está dispuesto a pagar en determinada época.

Una problemática más compleja es la que se puede experimentar al tiempo de enajenar paquetes de sociedades con acciones cotizadas en bolsa, respecto de las que caben tres opciones:

A

QUE LOS RESPONSABLES de establecer o aprobar el precio mínimo fijo tengan incentivos para fijarlo con apego a los precios observados en la bolsa, ignorando los factores técnicos de valoración, ante los riesgos asociados al control fiscal y la protección del patrimonio público.

Una decisión de ese estilo puede ocasionar que se inhiba el apetito de participación de inversionistas estratégicos e institucionales o minimizar la tensión competitiva y la búsqueda de precio entre la oferta y demanda del mercado que mejor sirva a la salvaguarda del patrimonio público.

B

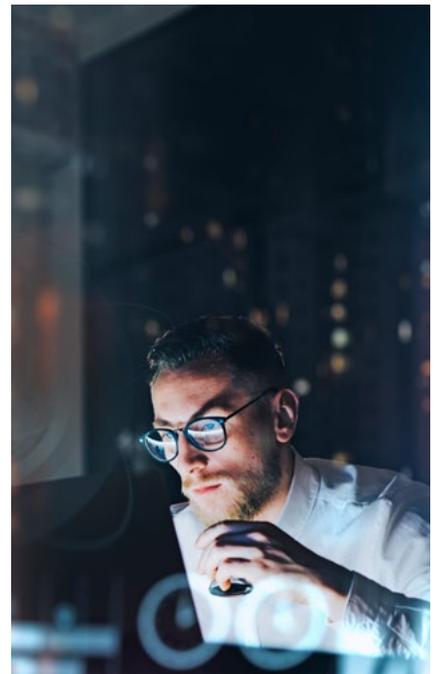
QUE, POR RAZONES ESTRUCTURALES del mercado o por movimientos oportunistas, se experimenten alzas por encima del precio mínimo que obliguen a suspender el proceso de enajenación o relanzarlo a efectos de evitar un riesgo de detrimento patrimonial.

En ese caso, los riesgos de que el proceso falle se exacerban en cuanto implican nuevas autorizaciones, documentación, y ejercicios de valoración o la obtención de opiniones independientes cuya duración pueden determinar el cierre de la ventana de oportunidad para enajenar o, que los precios de mercado caigan en forma posterior a la fijación del nuevo precio que podría lucir artificialmente alto.

C

QUE EL PRECIO MÍNIMO se fije con una prima sobre el precio en bolsa, escenario en el que los argumentos para sustentar la prima y generar apetito por los inversionistas del mercado de capitales puedan resultar en esfuerzos fallidos.

A lo anterior, debe sumarse la imposibilidad jurídica de revelar información diferenciada a algunos inversionistas respecto del público general y del propio sector solidario en la medida que ello implicaría no sólo una infracción grave al régimen del mercado de valores sino eventualmente responsabilidad en los planos disciplinario y penal para los funcionarios y sus agentes que divulgaran información reservada y privilegiada, así como para los potenciales inversionis-



tas en la medida que usarían tal información de una parte que no estaba autorizada a revelarla a terceros.

Esta última limitación, además de la gravedad de la conducta, inhibe la confirmación de transacciones de gran tamaño con inversionistas de portafolio cuyo apetito depende de un conocimiento “*Over the wall*”.

La problemática asociada al precio mínimo respecto de empresas que no cotizan sus acciones en bolsa si bien es algo diferente, no deja de suscitar algunas complicaciones que deberían ser consideradas en un proceso de reforma de la Ley 226.

De otro lado, la duración mínima de la oferta para los destinatarios de las condiciones preferenciales resultan disuasivos del eventual interés que puedan tener inversionistas estratégicos e institucionales debido a que, como se indicó, la velocidad a la cual se ejecutan las oportunidades competitivas en otras latitudes suelen cerrarse en términos no mayores a quince días, que por mucho son menores al término previsto en la Ley 226 para la duración del proceso de enajenación que pueden tardar no menos de 3 meses.

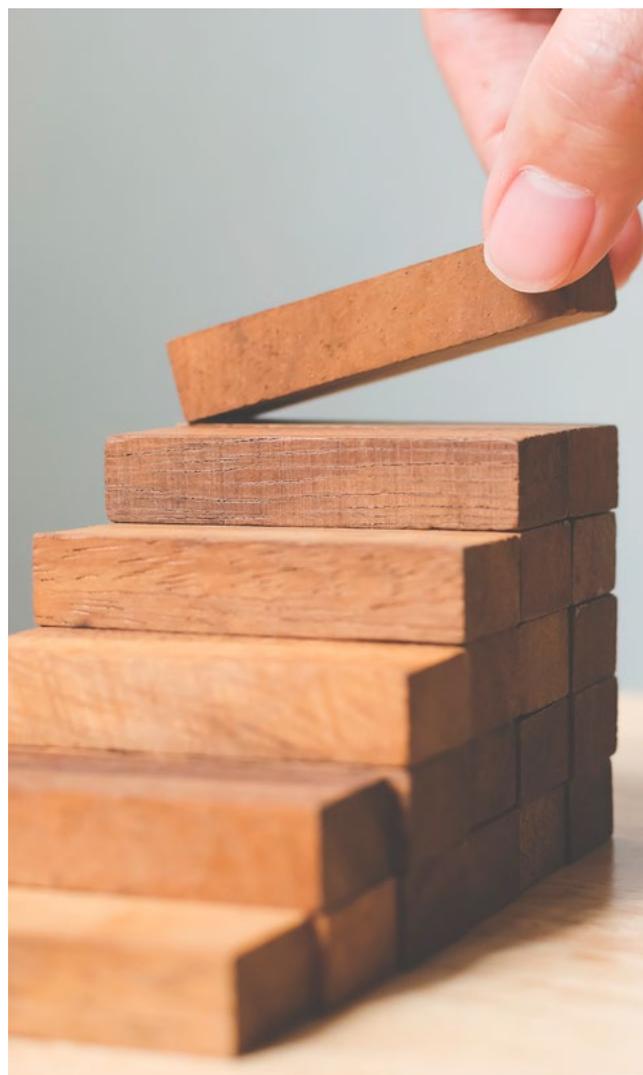
Si a lo anterior se suman las fluctuaciones entre monedas y los precios mismos de las acciones, se hace evidente que los factores adicionales hacen más complejo interesar a un número amplio de inversionistas extranjeros en los procesos de enajenación de las empresas públicas.

RECOMENDACIONES RELATIVAS A LA ENAJENACIÓN Y DEMOCRATIZACIÓN DE LAS PARTICIPACIONES ESTATALES

La Comisión, examinada la evidencia en la ejecución de los procesos de enajenación y democratización de las participaciones estatales, encuentra que el esquema planteado en la Ley 226 de 1993 es susceptible de ser mejorado.

La Comisión hace notar que la Ley 226 se aplica tanto a la enajenación de participaciones en empresas cuya negociación es privada como a las acciones de sociedades que se transan en mercados de capitales, cuando lo deseable es que los procedimientos y mecanismos sean diferentes.

La Comisión, observada la problemática asociada a la ejecución de los procesos, considera deseable que se introduzcan cambios a la Ley 226 de 1993 encaminados a contar con mecanismos más flexibles y alineados con los usos de los mercados internacionales de capital, en desarrollo de lo cual formula las siguientes recomendaciones.



1

La reforma a la Ley 226 debe distinguir entre los procesos de enajenación que se ejecutan en los mercados privados y los que tienen lugar en los mercados públicos de capitales

i.

La reforma a la Ley 226 debe distinguir entre los procesos de enajenación que se ejecutan en los mercados privados y los que tienen lugar en los mercados de capitales.

ii.

En el caso de las operaciones que se ejecuten en un mercado privado los ajustes legales requeridos pueden consistir en reducir el periodo total del proceso para atraer la atención de los inversionistas estratégicos.

La Comisión, en ese contexto, considera también deseable que el periodo de la oferta preferente al sector solidario sea menor a los dos meses previstos en la ley de manera que se puedan acortar proporcionalmente las demás etapas del proceso.

iii.

En las transacciones que se ejecuten en los mercados de capitales los ajustes requeridos son de mayor profundidad en la medida que deben orientarse a que la formación del precio de enajenación se ajuste a los usos internacionales.

2

En las transacciones que se ejecuten en los mercados públicos de capitales una reforma a la Ley 226 debe ser compatible con las prácticas y usos internacionales

i.

En las transacciones que se ejecuten sobre acciones inscritas en las bolsas de valores una reforma a la Ley 226 debe ser compatible con las prácticas y usos internacionales, en particular, con los mecanismos de formación del precio en el mercado y al periodo de duración de la oferta.

La Comisión resalta que el esquema actual es contrario a los usos y prácticas de mercado porque obliga a la Nación a fijar, ex ante, tanto la cantidad a enajenar como el precio mínimo de venta sin conocer cuál es la demanda efectiva y el valor que el mercado está dispuesto a pagar.

2

En las transacciones que se ejecuten en los mercados públicos de capitales una reforma a la Ley 226 debe ser compatible con las prácticas y usos internacionales

214. Véase a este respecto la recomendación 4.1 de este Informe.

ii.

Es deseable que una reforma a la Ley 226 permita que la demanda por las acciones a enajenar (sea o no un paquete de control) se determine mediante la construcción de un libro de ofertas que refleje tanto el interés de los potenciales inversionistas (incluido el sector solidario) como el precio que el mercado está dispuesto a pagar por el activo.

iii.

Es deseable que una reforma a la Ley 226 permita que la Nación (a través del Consejo de Ministros o de la junta directiva de la entidad que administre las participaciones estatales²¹⁴), con posterioridad a la valoración técnica de los activos y de la construcción del libro de ofertas, fije tanto la cantidad como el precio de las acciones a enajenar.

La Comisión resalta que un mecanismo como el delineado permitiría a la Nación tener una mejor visibilidad sobre la conveniencia de enajenar o no a determinado precio sus participaciones dado que contará con las valoraciones técnicas previas de los activos y el conocimiento de la demanda efectiva y precio de mercado reflejado en la construcción del libro, con lo cual se protegerá el patrimonio público y se maximizará su aprovechamiento.

iv.

Es deseable que una reforma a la Ley 226 permita que la preferencia al sector solidario sea diseñada de tal manera que pueda adjudicarse la totalidad de las acciones que demande en la oferta simultánea formulada al mercado y al mismo precio que esté dispuesto a pagar por los activos a enajenar.

La Comisión resalta que el ofrecimiento en condiciones preferenciales al sector solidario está dado por la posibilidad de que éste adquiera la totalidad de las acciones sin menoscabo del patrimonio público.

La Comisión destaca que en caso de existir una condición preferencial en precio para el sector solidario (esto es, menor que el precio de mercado) el eventual descuento debe ser mínimo para que no conduzca a un menoscabo del patrimonio público.

En las transacciones que se ejecuten en los mercados públicos de capitales una reforma a la Ley 226 debe ser compatible con las prácticas y usos internacionales

v.

Es necesario que una reforma a la Ley 226 reduzca, en todo caso, el periodo de mercadeo de la oferta y de colocación estableciendo uno que sea flexible con las condiciones y apetito del mercado siguiendo los usos y prácticas internacionales.

vi.

La Comisión llama la atención en el sentido de que una reforma a la Ley 226 debe estar alineada con la recomendación contenida en este Informe a propósito de la valoración de la gestión fiscal en materia de detrimento patrimonial en el manejo e inversión de recursos o fondos públicos para que la toma de decisiones en la fijación del precio de enajenación de las participaciones públicas tenga en cuenta los usos y prácticas internacionales.

4.4 DETRIMENTO PATRIMONIAL EN EL MANEJO DE FONDOS, BIENES Y RECURSOS PÚBLICOS

La Constitución asigna a la Contraloría General de la República en el orden nacional, y los organismos análogos en el ámbito de cada entidad territorial, la función de *vigilar la gestión fiscal de la administración y de los particulares o entidades que manejen fondos o bienes de la Nación*.

Esas funciones del organismo de control, que son separadas respecto de las ramas y órganos del poder público, resultan convergentes y complementarias con las atribuidas al Presidente de la República respecto de las personas que ejercen las actividades del mercado de capitales.

Lo anterior porque ciertas operaciones que implican manejo de fondos o bienes públicos se constituyen en servicios prestados por entidades sujetas a la vigilancia de la Superintendencia Financiera que es la entidad técnica en el que se ha delegado la supervisión integral, comprensiva y consolidada de las personas que ejercen las actividades del mercado de capitales.

Ahora, en cuanto constituyen funciones separadas conforme a sus respectivos fines es común que se presenten divergencias en la

forma en que cada autoridad se aproxima a la evaluación de las conductas atribuibles a las personas y entidades que son sujetos pasivos de las respectivas competencias.

En ocasiones esas divergencias pueden resultar en una verdadera contraposición al tiempo de entender y aplicar los criterios conforme a sus fines, y en otras pueden conciliarse si para el efecto se toman en consideración los elementos técnicos que subyacen a las materias especializadas objeto la función.

Las consideraciones anteriores son relevantes para el desarrollo del mercado de capitales porque, como se evidencia a lo largo de este Informe, existe la posibilidad de que ciertas interpretaciones jurídicas materialicen el riesgo de que los operadores públicos o privados puedan ser investigados, sancionados y declarados responsables de causar un daño patrimonial al Estado en el manejo de fondos, bienes o recursos públicos, pero al tiempo sean absueltos respecto de conductas contrarias a los sanos usos y prácticas en el manejo, aprovechamiento e inversión de portafolios de inversión integrados por bienes y recursos de la misma naturaleza.

Lo anterior porque mientras la responsabilidad fiscal persigue establecer si el detrimento patrimonial tuvo origen en *una gestión fiscal antieconómica, ineficaz, ineficiente, o inoportuna que, en términos generales, no se aplique al cumplimiento de los cometidos y fines esenciales del Estado, particularizados por el objetivo funcio-*

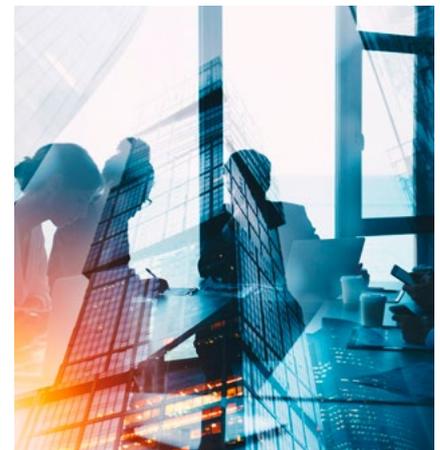
*nal, programa, o proyecto sujetos a la vigilancia y control de las contralorías*²¹⁵, los sanos usos y prácticas en el manejo, aprovechamiento e inversión de los portafolios

215. Artículo 267. El control fiscal es una función pública que ejercerá la Contraloría General de la República, la cual vigila la gestión fiscal de la administración y de los particulares o entidades que manejen fondos o bienes de la Nación. Dicho control se ejercerá en forma posterior y selectiva conforme a los procedimientos, sistemas y principios que establezca la ley. Esta podrá, sin embargo, autorizar que, en casos especiales, la vigilancia se realice por empresas privadas colombianas escogidas por concurso público de méritos, y contratadas previo concepto del Consejo de Estado.

La vigilancia de la gestión fiscal del Estado incluye el ejercicio de un control financiero, de gestión y de resultados, fundado en la eficiencia, la economía, la equidad y la valoración de los costos ambientales. En los casos excepcionales, previstos por la ley, la Contraloría podrá ejercer control posterior sobre cuentas de cualquier entidad territorial.

La Contraloría es una entidad de carácter técnico con autonomía administrativa y presupuestal. No tendrá funciones administrativas distintas de las inherentes a su propia organización.

216. Véase, Ley 610 de 2010, artículo 6.



de inversión buscan sancionar las conductas que desatiendan, en general, el mejor interés de sus clientes.

En efecto, La Ley 610 de 2000 por la cual se establece el trámite de los procesos de responsabilidad fiscal de competencia de las contralorías establece que:

A

LOS SERVIDORES públicos y las personas de derecho privado son sujetos de responsabilidad fiscal cuando en el ejercicio de la gestión fiscal o con ocasión de ésta causen por acción u omisión un daño al patrimonio del Estado (artículo 1°).

B

LA GESTIÓN FISCAL comprende, entre otras actividades económicas y jurídicas, el manejo, administración, inversión y enajenación de recursos o fondos públicos (artículo 3°).

C

LA RESPONSABILIDAD fiscal tiene por objeto el resarcimiento de los daños mediante el pago de una indemnización pecuniaria que compense el perjuicio sufrido por la respectiva entidad estatal (artículo 4°).

D

LA LESIÓN del patrimonio público (detrimento patrimonial) se entiende materializada cuando exista menoscabo, disminución, detrimento, o pérdida de recursos públicos, o a los intereses patrimoniales del Estado, cuando este sea causado por la acción u omisión culposa o dolosa del servidor público o de la persona de derecho privado, sea en forma directa o que contribuya al detrimento (artículo 6°).

En ese contexto pueden presentarse divergencias de apreciación tanto de los hechos

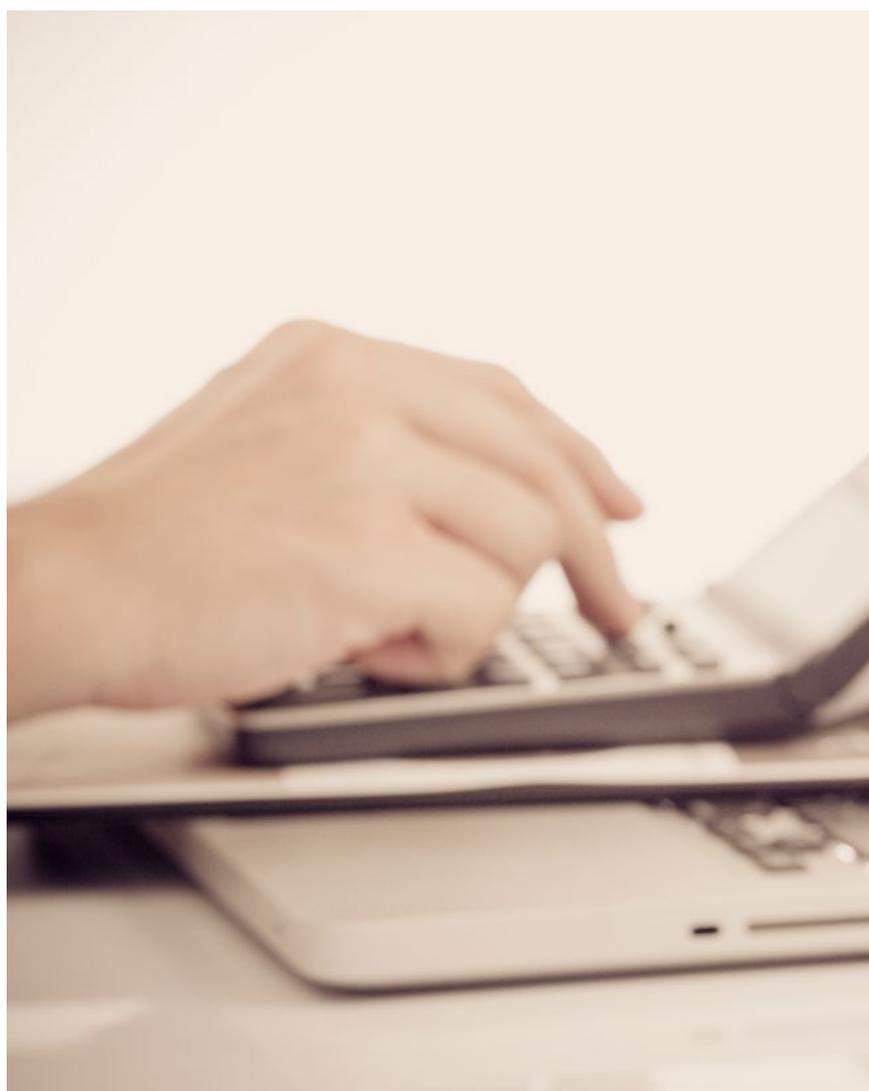
como en la interpretación de las normas, dejando expuestos a los operadores, públicos o privados, a responder fiscalmente por circunstancias que están fuera de su control.

Lo anterior no ocurre tratándose de la gestión de portafolios de recursos o bienes de naturaleza privada en la medida que las normas relativas a las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión están cada vez más encaminadas a la administración profesional de los riesgos que gravitan al portafolio, no, en sí misma, al resultado contable de una u otra operación, en la medida en que todas se valora su contribución a la rentabilidad agregada del mismo. De ahí que los sanos usos y prácticas de los mercados de capitales consistan en principios más que en reglas.

Nótese entonces que una inadecuada o errónea interpretación de las normas relativas a la responsabilidad fiscal materializa el conflicto de interés presente en la relación Principal – Agente en la medida que este tiene incentivos para abstenerse de ejecutar operaciones que agreguen valor al portafolio bajo administración ante el riesgo de ser acusado de causar un daño contable al patrimonio público por circunstancias fuera de su control, como ocurre con los grados de volatilidad presentes en los mercados financieros o hechos corporativos que afecten la solvencia o liquidez de un emisor o emisión.

Inhibir a los agentes a que se conduzca como los profesionales que son en el manejo de portafolios exacerba los riesgos de mercado que gravitan a las inversiones ante cambios en las condiciones exógenas (tasas de interés y de cambio, gobierno corporativo y otros eventos ajenos a los gestores), incentiva la asignación ineficiente de los recursos o fondos públicos hacia activos con pobre rentabilidad versus el riesgo asumido, impone costos más altos a la gestión y limitaciones estructurales a la rotación de los portafolios de inversión, todo lo cual va en perjuicio del interés público.

Lo anterior, sin contar con otros efectos adversos para el mercado de capitales en la medida que impone fuertes restricciones a las emisiones de empresas públicas en perjuicio de estructuras de capital más eficientes y convenientes al interés público e inhibe la necesaria profesionalización de los servidores públicos que tienen a cargo el manejo, administración e inversión de recursos o fondos públicos.



RECOMENDACIONES RELATIVAS A LA FORMA DE EVALUAR EL DETRIMENTO PATRIMONIAL EN EL MANEJO DE FONDOS, BIENES Y RECURSOS PÚBLICOS



La Comisión, a partir de su entendimiento de las normas que regulan la responsabilidad fiscal y los efectos nocivos que algunas interpretaciones tienen sobre el interés público, estima como altamente prioritario que las autoridades adopten medidas legislativas y administrativas encaminadas a precisar el sentido del artículo 6 de la Ley 610 de 2000, conforme a las siguientes recomendaciones.



1

Una reforma legal debe precisar la forma en que se debe evaluar la existencia de detrimento patrimonial en el manejo de fondos, bienes y recursos públicos

i.

Debe tramitarse una reforma legal que interprete con autoridad el artículo 6 de la Ley 610 de 2000 para precisar expresamente que

“No se entenderá que existe lesión al patrimonio público cuando el manejo de recursos, bienes o fondos públicos

A

Deban o puedan ser gestionados como portafolios de inversión canalizados a través del mercado de capitales. En consecuencia, la gestión fiscal se adelantará y evaluará sobre el portafolio de inversión.

B

Abarque operaciones e inversiones que se adelanten con arreglo al régimen de inversión establecido para cada entidad, según su naturaleza y objetivo misional, por el Gobierno a través del Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

C

Incluya operaciones e inversiones que obedezcan a la política, estrategia y procedimientos internos adoptados por el representante legal o la junta o consejo directivo de la respectiva entidad.

D

Incluya operaciones e inversiones que se ejecuten con arreglo a los mismos criterios, y procedimientos de los participantes en el mercado de capitales para el manejo, administración e inversión de los portafolios de inversión gestionados por entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia conforme a los sanos usos y prácticas de dicho mercado.”

2

La Contraloría General de la República debe incorporar en sus Guías de Auditoría los principios de evaluación del daño patrimonial en el manejo los recursos o fondos públicos

i.

La Comisión, dado el significativo impacto que puede tener una precisión en el sentido indicado, recomienda a la Contraloría General de la República incorporar en sus *Guías de Auditoría*, los principios previstos en el numeral 1 precedente.

3

El Gobierno debe expedir una regulación transversal para acoger los principios y criterios que aseguran un proceso de inversión alineado con la salvaguarda del interés público y la adecuada gestión fiscal en el manejo los recursos o fondos públicos

i.

La Comisión, dado el significativo impacto que puede tener la precisión en el sentido indicado, recomienda al Gobierno, por conducto del Ministerio de Hacienda, expedir un decreto mediante el cual se incorporen los principios previstos en el numeral 1 precedente de manera que bajo esos criterios queden amparados tanto el manejo de los excedentes de liquidez de las tesorías públicas, como la gestión de fondos públicos y las operaciones de portafolio respecto de las participaciones de la Nación en las empresas públicas.

SECCIÓN 5

PRODUCTOS

El mercado de capitales se favorece con un enriquecimiento del universo de instrumentos de inversión y productos de transferencia de riesgos.

Luego un camino natural para estudiar vías para el desarrollo del mercado de capitales es el de establecer o robustecer vehículos propios del mercado. Así, en otros apartes de este Informe se han presentado algunas estructuras específicas: acciones, en el contexto de la posibilidad de ampliar el tipo de acciones, TTV en el contexto de una ampliación de la actividad de custodia, y fondos de capital en el contexto de la ampliación del perímetro regulatorio del mercado no intermediado.

Es claro que el orden de magnitud de direcciones en las cuales avanzar supera el alcance presente, y posiblemente el apetito del mercado. Sin embargo, en tres direcciones específicas se puede profundizar en el entorno actual: subyacentes titularizables, financiación público-privada para el emprendimiento en etapas tempranas, y derivados.

5.1 PROMOCIÓN DE ACTIVOS SUBYACENTES QUE PUEDEN SER TITULARIZADOS

En la regulación dictada en ejercicio de las facultades de intervención se las condiciones para la operación de sociedades titularizadoras, discriminando entre sociedades titularizadoras de activos hipotecarios y de activos no hipotecarios, así como los diferentes mecanismos para la movilización de distintos tipos de subyacentes generadores de flujos futuros²¹⁷.

En un estudio del Banco Mundial en 2016 se plantearon recomendaciones enfocadas a desarrollar el mercado de titularizaciones con subyacentes de microcrédito y créditos



agrícolas, se divide el recorrido histórico del mercado de titularizaciones en tres fases: 1993-1999, donde se marcó un saludable arranque de este mercado, si bien se identificaron cuellos de botella en los costos de emisión y en detalles de la regulación; 1999-2010, en donde se realizaron modificaciones como respuesta a la crisis hipotecaria de finales del siglo, y se plantearon las condiciones para la creación de sociedades titularizadoras; 2010-hoy, donde se ha afinado la parametrización regulatoria, pero se ha ralentizado la dinámica de emisión, a no más de tres por año (a pesar de subsidios de FOGAFIN para apoyar vivienda de interés social), con un entorno de experiencias negativas en productos respaldados por libranzas²¹⁸.

Como lo señala el estudio, Colombia se encuentra bastante rezagada al comparar sus titularizaciones acumuladas entre 2010 y 2016, de 1.3% del PIB con Argentina (2.9%), Brasil (2.0%) y México (1.7%)²¹⁹.

Este bajo nivel es casi en gran parte asignado a titularizaciones hipotecarias (72%), de las cuales el 75% es comprado por los bancos originadores²²⁰.

Al cierre del 2018 el saldo de cartera titularizada (\$4.5 bn) estaba dominada por cartera hipotecaria VIS, con cerca del 75% del total²²¹.

Así, este mercado ha mantenido una dinámica tímida con respecto a las clases de activos con potencial de ser titularizadas. Sin embargo, los activos inmóviles en balances de instituciones financieras y entidades estatales representan una oportunidad de ampliar a los inversionistas sus alternativas, a la vez que es posible proveer fuentes de fondos frescos para estas entidades, lo cual puede redundar en una motivación a rotar ese capital a otras personas en búsqueda de fondos. Un recorrido de algunos ejemplos de activos en entidades estatales se exhibe en la **Tabla 16**

217. Véase Decreto 2555 de 2010, Libro 21.

218. Véase (Banco Mundial, 2016)

219. Europa en 15.8% y Estados Unidos en 57.9% se resaltan como referencias del mundo desarrollado. 220. Información a 2015. Tomado de (Banco Mundial, 2016)

221. Véase el Gráfico 14 incluido en el numeral 2.2.1 del Capítulo III.

TABLA 16.

Cartera en entidades del Estado. Cierre 2018.

ENTIDAD	CARTERA NETA O FLUJO 2018
BANCO AGRARIO	\$12 BILLONES
FINDETER	\$8.5 BILLONES
ICETEX	\$4.6 BILLONES
FINAGRO	\$8.3 BILLONES
CARTERA HIPOTECARIA FNA	\$7 BILLONES
CARTERA HIPOTECARIA FNA	\$7 BILLONES

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

En adición, flujos de ingresos de aeropuertos (cerca de \$2 billones anuales) y peajes (cerca de 3 billones anuales) se presentan como oportunidades para ser aprovechadas mediante los mercados de capitales.

En referido estudio del Banco Mundial se ahondó en el universo de los microcréditos y créditos agrícolas. Pero como lo muestra el listado anterior, el potencial de titularización de flujos de entidades estatales del sector educación, bancario y de flujos de infraestructura es bastante amplio, conjunto que podría ampliarse con sectores como salud y transporte. Esta podría convertirse en una interesante alternativa para inversionistas, y una natural salida de vehículos ofrecidos en el mercado de capitales. En adición, la naturaleza de los activos mencionados sugiere una vocación de fabricación de capital social.

Un enfoque inicial en activos de entidades estatales facilitaría el impulso inicial que puede necesitar el mercado para llamar la atención de la demanda, y de la oferta.

En efecto, el sector financiero tiene otro conjunto de activos que bien pueden ser sujetos de titularizar, pero, a pesar de que las condiciones regulatorias están dadas, no se observa mucho interés para ofertar. No obstante, el tamaño latente en el sec-

tor estatal es suficiente para ser una alternativa interesante de oferta adicional en el mercado de capitales.

Un ejemplo interesante es el caso de los peajes. La recolección anual total es de cerca de \$3 bn, agrupada en decenas de zonas. La variabilidad de los recaudos mensuales no es menor, pero mantiene una estabilidad relativamente razonable, con posibilidad de atraer posibles inversionistas a comprar esos flujos futuros. Ahora, entre concesiones puede haber diferencias notables.

Una agregación de la malla vial del Valle del Cauca y de Cauca podría plantear una alternativa de inversión por montos del orden de \$300 mil millones anuales, lo que representa una fuente interesante de fondeo si se titulariza una porción de estos flujos a 10 años. Este fondeo puede usarse por el Gobierno para el desarrollo directo de nueva infraestructura de forma eficiente (para el Gobierno). Los inversionistas asumirían esencialmente riesgo de volumen de tráfico, lo cual abriría la puerta al diseño de esquemas creativos para atraer distintos perfiles de inversión.

Para dinamizar el mercado de titularizaciones, como referencia, en Estados Unidos se han creado agencias – FNMA, FHL-

MC, GNMA – encargadas de promocionar el mercado por medio de garantías que se empaquetan en las titularizaciones para proteger a los inversionistas contra incumplimiento de pagos. Los patrimonios autónomos pagan un *fee* periódico por esta protección crediticia, reduciendo la exposición de los inversionistas a movimientos de tasas de interés y a prepagos. Este tipo de institución promovería el desarrollo del mercado, facilitando el análisis de inversión y atrayendo inversionistas institucionales. Un enfoque a los activos de entidades estatales traería el reto de una oferta de precio adecuada para las garantías; ahora, si bien sería deseable una fuerte institucionalidad para que las negociaciones se realicen “a mercado”, el hecho de que es el Estado el dueño del comprador y el vendedor de la garantía podría facilitar este proceso.

En Colombia no existe tal institución dedicada a garantizar activos titularizados. Ahora, existen situaciones cercanas; por ejemplo, el Fondo Nacional de Garantías (FNG) fue creado con la orientación de garantizar cartera bancaria (normalmente dirigida a empresas pequeñas). Una ampliación de su alcance facilitaría la operatividad hacia otro tipo de instituciones y de clases de activos, por lo menos los que suelen ser sujetos de garantía, como lo es la cartera.

RECOMENDACIONES RELATIVAS A LA PROMOCIÓN DE SUBYACENTES QUE PUEDEN SER TITULARIZADOS

La Comisión luego, de examinar la dinámica de los mecanismos de titularización y su concentración en activos subyacentes tradicionales, considera que existe una oportunidad para que el Estado juegue un papel relevante en la reactivación de la oferta de valores cuyos subyacentes alternativos son productivos y residen en los balances de las entidades públicas a cambio del otorgamiento de una garantía respecto del riesgo de default, debido a lo cual formula las siguientes recomendaciones.

1

El Gobierno debe definir una política pública encaminada a identificar y promover la migración del riesgo de balance de las entidades estatales hacia el mercado de capitales

i.

El Gobierno debe establecer una política pública en virtud de la cual se promueva la migración del riesgo de balance de las entidades estatales respecto de activos productivos cuyos flujos puedan ser objeto de titularizaciones dirigidas a toda clase de inversionistas en el mercado de capitales.

ii.

El Gobierno debe promover el análisis en las entidades estatales de las necesidades de financiación y de liberación de balance para analizar la viabilidad de titularizar sus activos.

2

El Gobierno debe diseñar un mecanismo de garantía para activos alternativos (educación, salud, agro, infraestructura) que sean susceptibles de movilizarse al mercado de capitales

i.

El Gobierno debe diseñar un mecanismo de garantía público que respalde el riesgo de crédito de activos alternativos que sean susceptibles de ser movilizados a través de titularizaciones.

ii.

El Gobierno, en una primera etapa, debe enfocar este esfuerzo en activos productivos pertenecientes a los sectores de salud, bancario, agrícola, educativo e infraestructura (puertos/aeropuertos/carreteras) que sean de propiedad de entidades del sector público.

iii.

El Gobierno debe promover una reforma para que una agencia estatal especializada²²² pueda otorgar garantías frente al riesgo de default de la cartera y/o de los activos crediticios²²³ de las entidades estatales que sean titularizados.

La reforma que se adelante debe prever, igualmente, la capacidad de la agencia estatal especializada para otorgar garantías sobre activos alternativos que sean movilizados por el sector privado.

Así mismo es crítico que la agencia estatal especializada tenga las capacidades y competencias técnicas requeridas para identificar, medir y administrar los riesgos, así como para fijar profesionalmente las primas a cobrar en condiciones de mercado.



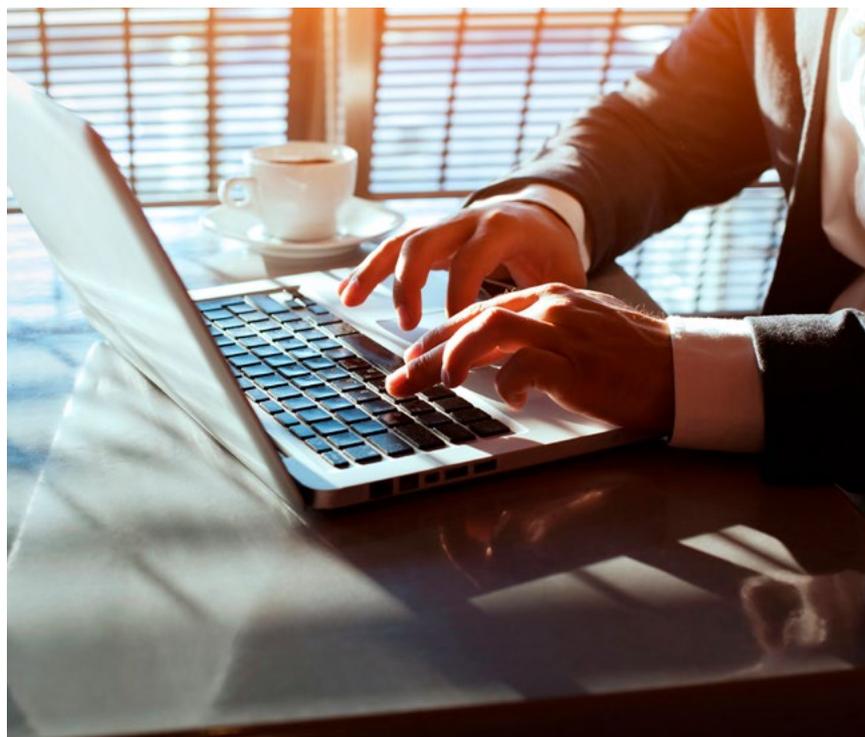
5.2 FONDOS DE EMPRENDIMIENTO

Una de las funciones esperadas del mercado de capitales es la de facilitar el fondeo de emprendimientos en etapa temprana. En Colombia, la dedicación a etapas tempranas que tienen disponibles los fondos de capital privado locales es casi nula, que contrasta con el 15% observado en la industria global²²⁴.

En efecto, los inversionistas institucionales no fondean emprendimiento temprano por el nivel de riesgo y particularmente por el tamaño tan reducido de cada inversión. Así, los Fondos de Capital Privado orientados a emprendimiento tienen problemas para conseguir un inversionista ancla.

Ahora, el Estado promueve el emprendimiento en etapas tempranas por medio de una diversidad de vehículos, pero típicamente la actividad se enfoca en sectores particulares (como Finagro para el sector agro), y no existe cohesión estratégica que plantee una ruta homogénea para los distintos actores.

Como caso de estudio internacional, en el 2006, México estableció el "Fondo de Fondos" con un objeto afín al planteado. La Corporación Mexicana de Inversiones de Capital nace en 2006 como vehículo oficial estatal de apoyo a la industria de capital de riesgo en México. Cuenta con la inversión de los bancos de desarrollo del ecosistema mexicano NAFIN, BANCOMEXT, BANOBRAS y FOCIR y si bien hasta el momento sus inversiones mayoritariamente



222. En la actualidad el Fondo Nacional de Garantías es una agencia pública especializada en el otorgamiento de garantías respecto de los créditos que sean colocados en redescuento por las entidades financieras. Una posibilidad, entre muchas, puede consistir en una reforma del objeto de esa agencia y su fortalecimiento patrimonial.

223. En el caso de activos de infraestructura la garantía no debe estar asociada a los riesgos extraordinarios y en todo caso acotados a los flujos futuros en procura de no establecer asimetrías con el tratamiento de las concesiones.

224. Fuente: (Preqin, 2018).

se han dirigido al sector energía e infraestructura, tiene destinación presupuestal para inversiones en empresas de todas las etapas de desarrollo.

El vehículo de inversión que le da vida a esta iniciativa es un fondo de fondos que en una primera etapa sumó compromisos de capital 134 millones de dólares que se distribuyeron en 14 fondos de capital privado y emprendedor.

Fondo de Fondos ha implementado un plan estratégico para administrar recursos de terceros con las mejores prácticas internacionales, creando bases de datos únicas en la industria, reclutando reconocidos expertos y profesionalizando a su equipo fundador. Actualmente, administra compromisos por más de 700 millones de dólares, aunque la esperada participación privada solo ha sumado 10% del total.

De forma relacionada, Bancoldex – como evolución natural de su programa de Bancoldex Capital, que en 10 años ha invertido cerca de \$180 mil millones en fondos de capital privado y emprendedor – ha lanzado recientemente una iniciativa similar, con la creación del

primer Fondo de Fondos para el Emprendimiento y la Economía Naranja, con la expectativa de mover fondos "hacia fondos de capital emprendedor que realicen inversiones en empresas jóvenes con alto potencial de crecimiento y hacia las industrias creativas y culturales. ... el vehículo también podrá invertir en fondos de capital privado (private equity) para apoyar empresas en etapa de mayor maduración de sectores como comercio, servicios y turismo" (Bancoldex, 2019).

En esta línea, es natural buscar el espacio para la creación de un ecosistema para el fondeo del emprendimiento en etapas tempranas, que canalice recursos institucionales al emprendimiento y consolide y potencie los recursos públicos que soportan el emprendimiento a través de diferentes entidades del Estado.

Ahora, las primeras experiencias del ciclo completo para los fondos de capital privado local han sugerido oportunidades de mejora en los estándares de la industria local. Un fondo de fondos estatal local, en línea con la iniciativa de Bancoldex, permitiría apoyar la maduración y evolución de esta industria, al exigir buenas prácticas y modelos de gobierno robustos.

RECOMENDACIONES RELATIVA A LA PROMOCIÓN DE LOS FONDOS DE EMPRENDIMIENTO

La Comisión, a propósito del análisis de los mecanismos de apoyo financiero al emprendimiento en etapas tempranas, así como a la amplia diversidad y dispersión de recursos públicos orientados a ese propósito estima oportuno formular las siguientes recomendaciones.



1

El Gobierno debe promover un fondo de fondos de emprendimiento que sea un agregador para fortalecimiento de la oferta de recursos para el emprendimiento en etapas tempranas

225. Cabe destacar que Bancoldex puso en marcha una estrategia similar, aunque no focalizada en el emprendimiento en etapas tempranas objetivo de la recomendación.

i.

El Gobierno debe promover la creación de un *fondo de fondos* a cargo de un gestor profesional cuyo objetivo sea invertir en fondos de capital privado de emprendimiento en etapas tempranas²²⁵.

ii.

El *fondo de fondos* debe permitir el ingreso de diversos tipos de inversionistas, y servir de agregador de las diferentes fuentes de financiación de promotores del sector público (i.e. Finagro, Bancoldex, Findeter, FDN, etc.).

2

El fondo de fondos de emprendimiento debe ser gestionado profesionalmente bajo altos estándares de gobierno corporativo

i.

El Gobierno debe establecer un procedimiento para la selección de un gestor profesional especializado, con trayectoria comprobada y técnicas de gestión de talla mundial que se ocupe de la búsqueda y valoración de oportunidades de inversión ajustadas a la tesis de inversión que se defina para apalancar el emprendimiento en etapas tempranas de empresas con alto potencial de crecimiento y alineadas con el potencial de exportaciones del país.

ii.

El Gobierno debe establecer mecanismos que permitan la identificación, revelación, manejo y resolución de las situaciones de conflicto de interés inherentes a los *fondos de fondos*, así como un esquema de comisiones transparente que impida el cobro de comisiones a los administradores y gestores de los fondos de capital privado en los que se invierta.

5.3 MERCADO DE DERIVADOS

Un mercado desarrollado de derivados es señal de la madurez de un mercado de capitales; en efecto, un mercado de derivados solo puede profundizarse sobre la liquidez y profundidad del mercado del subyacente. La posibilidad de realizar transacciones “en corto” y de operar el subyacente con bajos costos de transacción permiten la replicación de derivados, concepto fundamental en la teoría de valoración y gestión de riesgo de estos instrumentos.

En adición, tener un mercado desarrollado de derivados es deseable como parte del ecosistema de alternativas que ofrece un mercado de capitales: son vehículos idóneos para cubrir riesgos de mercado, y simplifican la creación de estructuras de inversión y especulación, atrayendo participantes locales y extranjeros, a su vez agilizando la dinámica del subyacente.

El entorno regulatorio del mercado de derivados en Colombia está enmarcado por el Capítulo XVIII de la Circular Básica Contable y Financiera de la Superintendencia Financiera de Colombia, y por Resoluciones externas del Banco de la República (particularmente la Resolución Externa 01 de 2018). En adición, los mercados de derivados estandarizados se rigen por reglamento de las bolsas.

Un elemento regulatorio que puede dificultar el desarrollo de derivados locales de largo plazo es el cálculo de la Exposición Crediticia²²⁶. Para efectos varios, entre ellos el cálculo de la relación de solvencia, se define la Exposición Crediticia de un instrumento derivado en proporción a la raíz del plazo del instrumento²²⁷.

Ahora, en términos de calcular una exposición crediticia, puede resultar muy conservadora la suposición de que se tiene exposición durante toda la vida del derivado. La gestión natural ante problemas crediticios de la contraparte sugiere dinámicas más ágiles que esperar hasta el vencimiento de los derivados. Así, este elemento disuade innecesariamente a los agentes de operar en el largo plazo, en detrimento del mercado²²⁸.

De forma relacionada, el cálculo exposición crediticia no considera situaciones en que el riesgo de contraparte de un derivado sea cu-

bierto con un CDS. Esta operación puede reducir el riesgo de crédito, y es un elemento que debería considerarse en este cálculo.

Otro aspecto para mencionar es la Posición Bruta de Apalancamiento²²⁹ que en esencia suma todas las posiciones (independiente del signo) en derivados con una pata en moneda externa y la otra en moneda local.

Los intermediarios del mercado cambiario se enfrentaron hasta marzo de 2019 a un límite sobre este indicador de 550% del patrimonio técnico, situación que planteaba barreras de entrada para los agentes más pequeños. Este mecanismo, que en términos del desarrollo del mercado es claramente restrictivo, buscaba evitar que intermediarios cambiarios utilizaran el mercado de derivados para evitar la restricción de la Posición Propia de Contado²³⁰, que limitaba en estos agentes la posición neta cambiaria de instrumentos corrientes, como proporción del Patrimonio Técnico. El límite de la posición bruta de apalancamiento ha sido eliminado recientemente. Pero se mantiene su estructura en la normativa, permitiendo anticipar situaciones futuras en que se pueda revertir a la situación anterior.

Este entorno se complementa con un complejo arreglo tributario para el manejo de derivados (de los flujos, del intercambio de colateral, de la valoración). Por un lado, el gravamen a movimientos financieros (GMF) se aplica a los flujos de los derivados y al intercambio de colateral. Por la naturaleza de un constante ir y venir de flujos, este aspecto actúa como un fuerte disuasor para la participación de agentes en el mercado local. Otros aspectos como la asimetría en el impuesto a dividendos (según la naturaleza local o extranjera de su dueño) dificultan la operatividad y el entendimiento de la responsabilidad en el pago de los impuestos. El pago de ICA y la complejidad en el cálculo de retenciones actúan todos como elementos que alejan la participación de extranjeros, e incluso de locales, que optan por arbitrar la situación y operar en el mercado *off-shore*.

De forma similar a otros mercados, en Colombia coexisten dos plazas para operar derivados: el mercado OTC, y el mercado estandarizado (operado por la Bolsa de Valores de Colombia para derivados financieros). Como se muestra a continuación, en la actualidad el mercado OTC exhibe una dinámica interesante en forwards de TRM



y en swaps IBR, aunque presenta algo de movimiento en opciones de TRM, forwards de TES y otros tipos de swap (cross-currency y swaps de inflación); el mercado estandarizado mantenía un buen mercado en futuros de TES, pero éste se ha reducido en presencia, y en términos de volumen ha sido reemplazado por futuros de TRM. Este mercado estandarizado es amplio en oferta de productos (aunque no en volumen), incluyendo, en adición a los dos anteriores, futuros de acciones, futuros de índices accionarios, futuros de OIS y opciones sobre algunos de los anteriores.

Los Credit Default Swaps (CDS) son permitidos por la Resolución Externa 1 de 2018 del Banco de la República, del lado de compra para entidades vigiladas por la SFC, pero no del lado de venta. Si bien en la actualidad la Comisión no identifica un impedimento estricto, es un punto que puede considerarse para discusiones futuras, considerando que riesgos crediticios “cortos” exigen la venta de CDS para cubrir y reducir el riesgo.

226. Anexo 3 del Capítulo XVIII de la Circular Básica Contable y Financiera.

227. Si existen provisiones de recouping, se toma el plazo a recouping en el cálculo. Sin embargo, no siempre se tiene acuerdo de recouping, dado que la constitución de colateral reemplaza esa necesidad, y en todo caso un recouping típicamente se negocia según la valoración del derivado, y no según un plazo recorrido.

228. De forma simultánea con la redacción final de este Informe, la URF ha presentado para comentarios de la industria un proyecto de modificación del cálculo de esta Exposición Crediticia en línea con evitar cálculos innecesariamente conservadores. La discusión de su contenido se deja para otro foro.

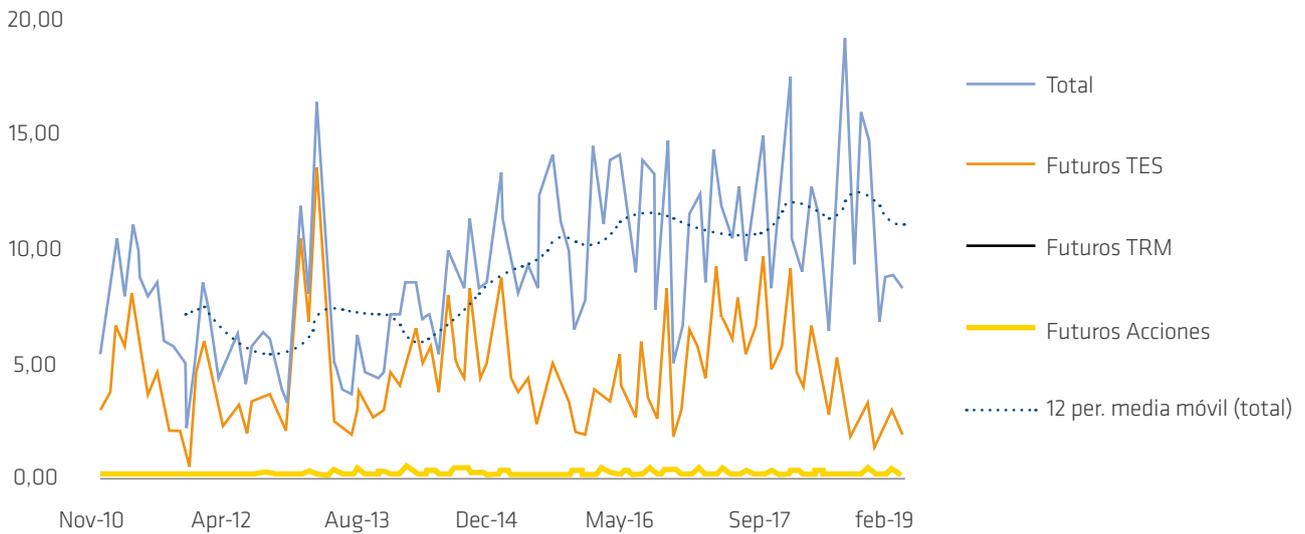
229. Artículos 14 y 15 de la Resolución Externa 01 de 2018 del Banco de la República.

230. Artículos 13 y 15 de la Resolución Externa 01 de 2018 del Banco de la República.

El **Gráfico 71** exhibe la evolución del volumen de derivados estandarizados que operan en la Bolsa de Valores de Colombia. Es notable la tendencia bajista de los últimos años del subyacente TES, y la correspondiente subida en el subyacente TRM. En agregado, el volumen se ha mantenido cerca a constante desde el 2016.

GRÁFICO 71.

Volumen mensual (en bn COP) de derivados. Enero 2011-Abril 2019.

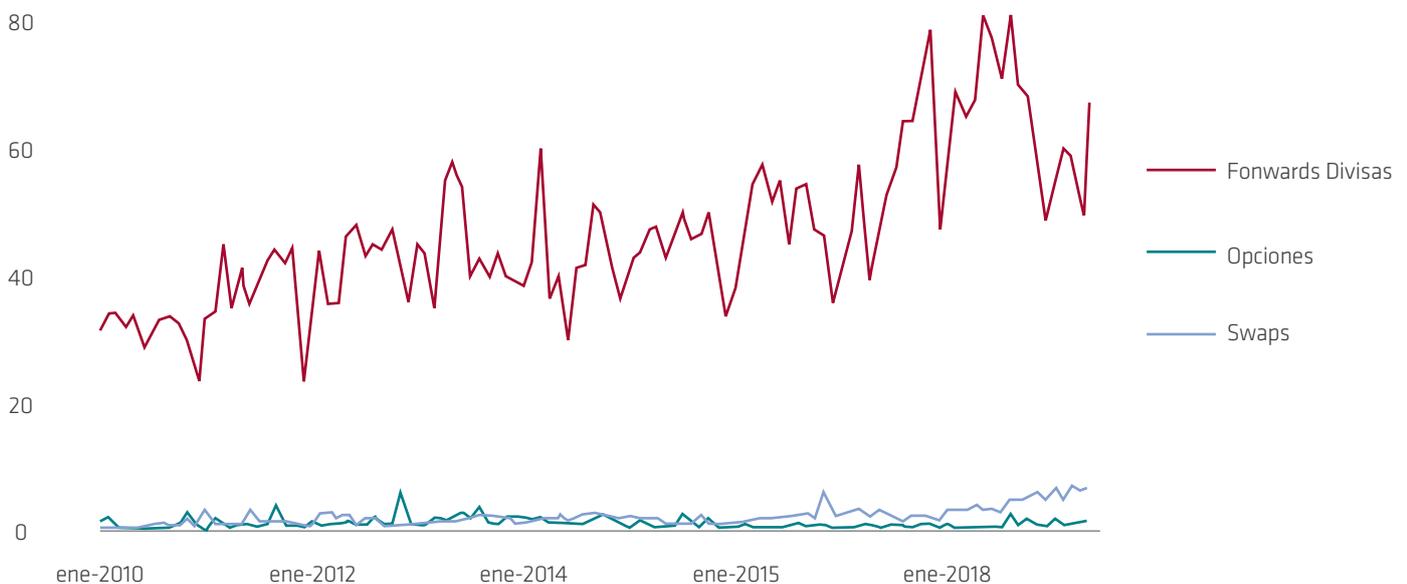


Fuente: BVC; cálculos propios.

El mercado OTC muestra una situación ampliada. El **Gráfico 72** muestra los forwards de divisas como el derivado más operado, con montos mensuales que rondan los 50 mil millones de dólares. En un distante segundo lugar se encuentran los swaps, de los cuales cerca de un 70% son swaps IBR, y cerca del 25% son cross-currency swaps.

GRÁFICO 72.

Volumen mensual de derivados OTC, en miles de millones de dólares Enero 2010 a abril 2019



Fuente: SFC. Cálculos propios.

Ahora, un acercamiento a la partición por plazos del forward de TRM revela la naturaleza cortoplacista de este mercado, donde un 85% de los instrumentos se definen a un plazo de máximo dos meses. En contraste, el 50% del mercado de swaps se realiza con plazos superiores a 3 años; sin embargo, cerca del 85% de estos son realizados con entidades del exterior, resaltando el hecho de que el mercado colombiano ha migrado al exterior. Las causas de esta actividad son las presentadas en esta Sección, con las cuales el mercado *off-shore* permite arbitrar características y exigencias del mercado local: inexistencia de una operación de garantías para soportar el mercado, y altas asimetrías tributarias – comenzando por el GMF –, entre otros.

El mercado de IRS ha evolucionado notablemente en los últimos años. Esto es posible con la existencia de un índice de referencia del costo de fondeo de las entidades financieras de alta calidad crediticia. El IBR ha suplido esa necesidad; sin embargo, es interesante notar que el mercado de créditos aún mantiene una dinámica de referencia hacia DTF, que no es un índice representativo del costo de fondeo de instituciones financieras. Esta tendencia corresponde a una resistencia general al cambio operativo, aunque existe un consenso de la dirección deseada, que es acelerar el marchitamiento de la DTF, y plantear un uso generalizado del IBR como referencia del costo de crédito.

Por otro lado, el elemento de garantías, esencial para el desarrollo del mercado de derivados, sufre de dos puntos nocivos para su evolución.

Primero, como ya se mencionó anteriormente, el GMF afecta la eficiencia de la operación; particularmente para agentes extranjeros, que suponen intercambio de colateral en efectivo, el ir y venir de estas garantías se vuelve inviable ante la presencia del gravamen. En adición, el GMF puede disuadir a los agentes de operar en instrumentos derivados diseñados con un voluminoso intercambio de flujos de caja (como pueden ser swaps cuyas patas no concuerdan en las fechas de pago), considerando el alto costo de operar estos flujos. La inexistencia de este tributo en otras jurisdicciones incentiva a participantes a buscar la estructuración de estos vehículos por fuera del mercado local.

Segundo, la ejecución de garantías en el mercado OTC, de relaciones bilaterales,

debe surtir un proceso ejecutivo ordinario. Esto contrasta con el mercado estandarizado, donde la cámara de compensación puede ejecutar las garantías en el momento en que se presente un incumplimiento. En efecto, la Ley 964 de 2005, en su artículo 11, distingue los sistemas de compensación y liquidación como objeto para permitir hacer efectivas las garantías sin necesidad de un trámite judicial. Sin embargo, para el mercado OTC no se especifica tal posibilidad. En adición, la Ley 1328 de 2009 define los elementos para la compensación de operaciones (*netting*) en el artículo 74. En procesos de insolvencia, tomas de posesión para liquidación o acuerdos globales de reestructuración de deudas, se permite el neteo de derivados, y la posibilidad de hacer efectivas garantías (si existen) sin necesidad de intervención judicial. Sin embargo, estos eventos no incluyen incumplimientos que son típicos detonantes en los mercados de derivados: incumplimiento en pagos de los instrumentos en cuestión, e incumplimiento en las obligaciones de manejo de garantías.

Un punto adicional que debe considerarse es la exigencia en esta Ley del registro de derivados para permitir su neteo. Este punto es razonable para un ordenado funcionamiento del mercado, y exige una dinámica rigurosa de tal registro. Un agente del exterior puede pedir este registro para derivados de tasa de cambio, según lo dispuesto en la Resolución Externa no. 2 de 2017 del Banco de la República. Sin embargo, no existen disposiciones legales mediante las cuales un agente del exterior pueda registrar otro tipo de derivados. Una ampliación de este alcance eliminaría un punto de potencial disuasión para la participación de extranjeros en el mercado local de derivados.

Una modificación de estos artículos en camino a incluir la posibilidad de hacer efectivas garantías subyacentes en negocios con instrumentos derivados en el mercado OTC permitiría eliminar un punto que impide el desarrollo de este mercado. En adición, este cambio se podría soportar en el fortalecimiento del contrato marco, en su anexo del *Credit Support Annex* (CSA)²³¹, línea en la que Asobancaria ha liderado avances.

Como consecuencia, en el mercado local no se ha desarrollado una cultura de operatividad estandarizada de manejo de colateral que soporte las operaciones de derivados. La dinámica es mirar este tema en función de cupos, obstaculizando la profundización del mercado de instrumentos de largo plazo.

231. El Anexo 2 del Capítulo XVIII de la Circular Básica Contable y Financiera exige que los contratos marco definan como mínimo tres eventos de incumplimiento.





232. Ver Literal C en el numeral 2.2.1 del Capítulo II.

Considerando, en adición, un mercado casi inexistente de préstamo de títulos²³², estos elementos han contribuido a una reducción en el interés que las organizaciones plantean para el mercado local de derivados.

Finalmente, como se ha mencionado en otros apartes de este Informe, es importante que Colombia encuentre sus caminos propios para el desarrollo de su mercado de capitales. No obstante, también es deseable que elementos que no requieran un diseño idiosincrático local sigan estándares internacionales, por facilidad operativa en general, y por atracción a participantes extranjeros.

Un ejemplo claro es el plazo para el cumplimiento de las operaciones de derivados (tema que se amplía al mercado de divisas y de TES). El mercado local adoptó la práctica de cumplir en T+0, estándar que elimina el riesgo de cumplimiento *overnight*. Si bien esta práctica puede justificarse para arrancar mercados, el tamaño del mercado colombiano no se favorece con ella.

Primero, para cumplir este estándar los mercados deben cerrar temprano (1 pm), impidiendo un funcionamiento continuo de su servicio.

Segundo, esta urgencia de cumplimiento plante una situación innecesariamente es-



trazante para la actividad del back office, que rutinariamente deben dedicar esfuerzo hasta largas horas en la noche para satisfacer el cumplimiento.

Tercero, y más importante, un estándar T+0 disuade la participación de agentes extranjeros, quienes ven con dificultad la posibilidad de cumplir en ese plazo; este punto puede agregar una dificultad innecesaria para los operadores locales, quienes pueden realizar operaciones contrarias con un extranjero, quien exige T+2, y un local, quien exige T+0.

Un cambio de estándar exigiría modificaciones al *statu quo*, particularmente desde un punto de vista tecnológico. Esto puede ser costoso para agentes pequeños que operen muy pocas veces al mes. La transición seguramente propendería por un cambio general para los grandes par-

ticipantes, quienes a su vez podrían realizar operaciones que serían exóticas (T+0) como servicio para acomodar las necesidades de quienes no puedan cambiar de estándar rápidamente.

En general no existe un argumento para mantener el estándar actual. La pequeña seguridad que puede generar el par de días para cumplir no justifica las desventajas planteadas. La dificultad del cambio puede radicar más en el liderato para lograr el cambio. En general los estándares de mercado deberían ser definidos por el mercado. Un mercado desarrollado requiere de agentes que puedan sentarse para plantear sus propios intereses comunes y diseñar agendas para desarrollarlos.

Por el momento, puede ser más eficaz un liderato desde el mismo gobierno para lograr converger a esta estándar deseado.

RECOMENDACIONES RELATIVAS A LA PROMOCIÓN Y DESARROLLO DEL MERCADO DE DERIVADOS

La Comisión, a propósito de su entendimiento del conjunto de barreras que impiden la existencia de un mercado de derivados líquido y profundo, así como su necesario desarrollo para una gestión profesional de los riesgos a los que están expuestos los diferentes agentes económicos, considera prioritario que se adelanten reformas encaminadas a remover tales barreras, para lo cual formula las siguientes recomendaciones.

1

El Gobierno debe adelantar una revisión del marco regulatorio que favorezca el desarrollo del mercado de derivados

i.

El Gobierno debe adelantar el conjunto de reformas que favorezcan la profundización del mercado de préstamo de valores, en línea con lo expresado en el numeral 3.3 de la Sección III, con el objeto de apoyar la posibilidad de replicación de instrumentos derivados.

ii.

El Gobierno, a través de la URF, debe revisar la metodología de cálculo de la Exposición Crediticia para derivados de largo plazo, en particular el escalamiento por la raíz del plazo, para evitar ineficiencias en estimaciones de riesgo que desestimen la operación en estos instrumentos.

La reforma que se tramite para implementar estas y otras recomendaciones deben permitir que el Gobierno expida regulación encaminada a un acercamiento del mercado OTC al estandarizado en el sentido de establecer un proceso ágil para la ejecución de garantías cuando se presenten situaciones de incumplimiento. Para esto se debe

A

Modificar el Artículo 74 de la Ley 1328 de 2009 y el artículo 11 de la Ley 964 de 2005 para incluir otros eventos de incumplimiento típicos del mercado de derivados como posibilitador de la ejecución de las garantías; y

B

Establecer las modificaciones regulatorias necesarias para ampliar el alcance de la Resolución Externa No. 2 del 2017 del Banco de la República para permitir a los agentes del extranjero pedir registro de todos los derivados OTC, y no sólo de los derivados sobre divisas.

La regulación expresamente debe prever la incorporación mandatoria en el contrato marco de la constitución y manejo de garantías, así como del proceso a seguir en caso de materialización de un evento de incumplimiento de manera que se genere confianza entre los participantes para promover una profundización del mercado local de derivados.

2

Las autoridades económicas deben adoptar medidas para impulsar la utilización generalizada del IBR como precio del dinero por parte de todos los agentes del mercado de capitales como elemento esencial para el desarrollo de los derivados

i.

El Gobierno, la Junta Directiva del Banco de la República y la Superintendencia Financiera, conforme al arreglo de competencias y funciones establecidas en la Constitución deben promover el marchitamiento acelerado de la DTF, buscando que el IBR se use como referencia en el mercado crediticio. En ese sentido, un primer paso puede consistir en plantear un plazo corto para que todas las entidades del Estado realicen esta migración.

En la misma línea, la Superintendencia Financiera debe considerar la adopción de medidas encaminadas a reflejar adecuadamente en los balances de los establecimientos de crédito el riesgo de descalce entre la DTF – que, se insiste, no corresponden al verdadero precio del dinero –, respecto del IBR – que sí lo representa.

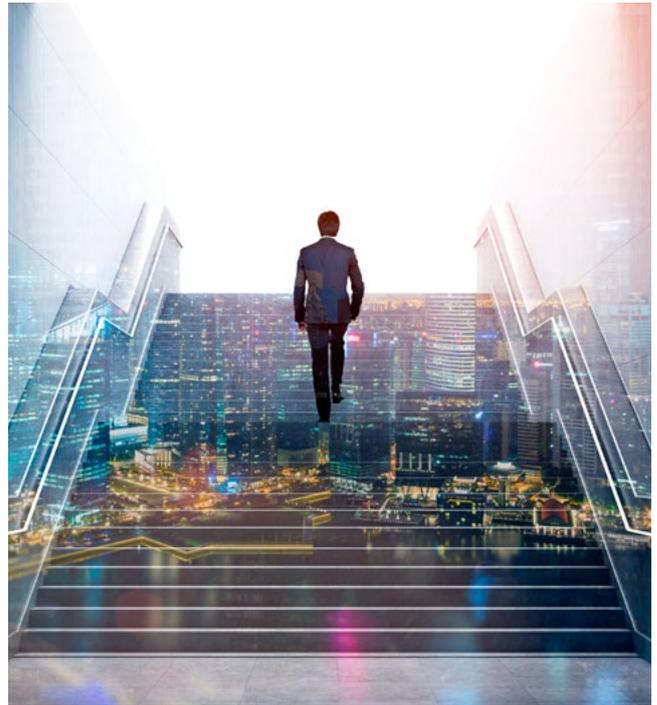
3

Las autoridades económicas deben adoptar medidas para eliminar las asimetrías tributarias en relación con las operaciones con derivados

i.

La Comisión hace un llamado para que se reduzcan los obstáculos tributarios que afectan el desarrollo del mercado y una homogeneización de elementos con el fin de reducir el arbitraje entre el mercado local y el *off-shore*. En particular, es deseable que se considere exento del Gravamen a los Movimientos Financieros el intercambio de colateral y el flujo de derivados que por su naturaleza exigen un alto intercambio bilateral de pagos.

Lo anterior en la medida que los impuestos asociados a la realización de las operaciones con derivados en el mercado local, no resulta competitiva frente a las prácticas y costos en el *off-shore*.



4

El Gobierno debe liderar un cambio de estándar de cumplimiento para la negociación de divisas, TES y derivados de T+0 a T+2

i.

El Gobierno, bien sea a través de incentivos regulatorios, o mediante las facultades de intervención en las actividades del mercado de capitales, debe promover que los intermediarios adopten prácticas de mercado similares a los estándares internacionales, que propendan por la eficiencia y la promoción de los mercados.

ii.

El Gobierno, en su función de promoción y desarrollo del mercado, debe intervenir para propiciar que los diferentes mercados financieros locales resulten más confiables, eficientes y armónicos con los usos y prácticas internacionales de manera que los inversionistas extranjeros se vean motivados a participar activamente en el mercado de capitales colombiano.

ii.

La Comisión considera deseable que el Gobierno convoque a la industria para diseñar un plan de acción que permita adoptar el estándar T+2 para el cumplimiento de divisas, TES y derivados, que tienda a simplificar aspectos relevantes de la operatividad de cumplimiento de estas operaciones.

SECCIÓN 6

PROMOCIÓN DE MERCADO Y EDUCACIÓN ECONÓMICA

Como se expresó en la Sección I del Capítulo III, la Comisión entiende que el Ministerio de Hacienda debe ser la entidad que asuma la responsabilidad exclusiva de formular la Política Pública para el Desarrollo y la Promoción del Mercado de Capitales.

En ese sentido, el contenido de la Política Pública implica adoptar un plan estratégico que prospectivamente enseñe cómo pueden los agentes económicos ahorrar, financiar e invertir a través del Mercado de Capitales, al tiempo que tiene que promocionar y desarrollar en condiciones de competencia cada uno de sus canales de acceso.

Ahora, la responsabilidad no se agota con la formulación de la Política Pública. Su exitosa ejecución exige que el Ministerio de Hacienda se ocupe de liderar tanto los cambios que se requieran de tiempo en tiempo como de impulsar acciones encaminadas a un cambio en el conocimiento y cultura económica de la sociedad.

El Mercado de Capitales debe tener por objetivo exclusivo, como instrumento de la Política Económica, proveer bienestar a la sociedad, y esta debe entender por qué y cómo eso es posible.

En ese sentido, la promoción y educación son instrumentos poderosos que deben ser parte de la Política Pública que se defina para el Mercado de Capitales, y deben definir pilares de una exitosa ejecución.

Es por esa razón que para la Comisión resulta indispensable ocuparse en forma independiente de las funciones de Promoción del Mercado y Educación Económica, como pasa a presentarse a continuación.

6.1 PROMOCIÓN DEL MERCADO

Existe cierta dificultad al tiempo de conceptualizar qué debe entenderse por *promoción*²³³ en el contexto del mercado de capitales en la medida que si se toma la acepción común esta alude a la acción y efecto de promover o a la elevación o mejora de las condiciones de algo o alguien, con lo cual la función quedaría reducida a la actividad de ponderación y venta, la cual está lejos del entendimiento que tiene la Comisión.

En ese sentido, cabe señalar que la función de promoción del mercado de capita-

les comprende un conjunto de acciones que van desde, como se anotó en precedencia, su concepción como Política Pública pasando por la ejecución de esta a través de una adecuada regulación y supervisión²³⁴, y culminando con el conjunto de acciones para dar a conocer el valor que para la sociedad en su conjunto tienen los agentes, intermediarios, productos e instrumentos.

233. De acuerdo con el Diccionario de la Real Academia de la Lengua "promoción" (Del lat. *promotio*, -ōnis) es o la acción y efecto de promover, o la elevación o mejora de las condiciones de vida, de productividad, intelectuales, etc., o el conjunto de actividades cuyo objetivo es dar a conocer algo o incrementar sus ventas; y "promocionar" es elevar o hacer valer artículos comerciales, cualidades, personas, etc.

234. Como se expresó en la Sección I del Capítulo III, el objetivo de "promoción, desarrollo y organización del mercado de valores" está asignado a la Superintendencia Financiera, entidad que debe tener otro mandato más ajustado a su mandato legal y constitucional. Por las razones que se debaten en dicha Sección, la Comisión entiende que la función está mal asignada dado el arreglo institucional derivado de la Constitución de 1991, razón por la que allí se plantea que haga parte del mandato del Ministerio de Hacienda. En ese contexto, la Superintendencia Financiera participa como ejecutor de la Política Pública en la función de supervisor.

La promoción del mercado de capitales, en ese contexto, hace alusión a su sostenibilidad en el tiempo dado que es un instrumento necesario para la ejecución de una saludable Política Económica que esté pensada para el crecimiento, la productividad y competitividad del país. Valga decir, la promoción del mercado de capitales es importante porque puede contribuir al desarrollo de todos los agentes económicos o entorpecerlo.

La Comisión, en ese sentido, entiende la Promoción del Mercado de Capitales como el conjunto de acciones que persigan impulsar su desarrollo sostenible pensando en el bienestar que puede transmitir al conjunto de agentes económicos que necesitan ahorrar, financiar e invertir.

Las acciones para impulsar el desarrollo del Mercado de Capitales deben tener objetivos concretos y medibles respecto de cada una de las dimensiones que se plantean como Promoción, las cuales están alineadas con otras recomendaciones expuestas en este Informe de la Comisión, a saber: (i) facilitar apertura del mercado a nuevos participantes y agentes competidores, (ii) propender por la contestabilidad y accesibilidad al mercado, (iii) incrementar estándares de profesionalismos de sus participantes, (iv) establecer un ecosistema eficiente, transparente y accesible en

el que se facilite el encuentro entre oferentes y demandantes de capital, y (v) dar a conocer a toda la comunidad – no sólo a los participantes del mercado – la Política Pública a través de su marco estratégico.

En esa dirección el Ministerio de Hacienda, como el responsable de la definición de la Política Pública para el Desarrollo y Promoción del Mercado de Capitales, debe desarrollar acciones asertivas y consistentes con esas líneas estratégicas.

Cabe señalar que el arreglo anterior supone, como también se indicó en la Sección I de este Capítulo III, que se excluya de los objetivos de la Superintendencia Financiera la función de promoción, desarrollo y organización del mercado de valores en la medida que, hacia adelante, la misma esté comprendida en la Política Pública.

Lo anterior, sin embargo, no quiere significar que la Superintendencia Financiera esté excluida de las acciones que deban ser impulsadas en la medida que conserva intacta la función de supervisar tanto a las entidades que ejercen actividades del mercado de capitales como la sostenibilidad de este. Por el contrario, dicha entidad tiene un papel de especial relevancia en la ejecución de la Política Pública que sea definida por el Ministerio de Hacienda para impulsar las acciones que le correspondan.

El sector privado, así mismo, debe participar más activamente en la Promoción del Mercado no sólo desde la perspectiva de comercialización de los servicios, productos e instrumentos según la capacidad jurídica que se les autoriza, sino participando activamente en la ejecución de los programas y acciones definidos en la Política Pública.

Así, hacia adelante esfuerzos como los adelantados por la Bolsa de Valores de Colombia con programas como Colombia *Capital* y *Ascenso* deben estar articulados con las acciones que impulsen la Promoción del Mercado conforme a los objetivos trazados.

Sin embargo, esos esfuerzos no deben ser los únicos ni responsabilidad de una sola entidad o industria, pues en un ecosistema como es el mercado de capitales la búsqueda del bienestar debe ser una acción colectiva, integrada, coordinada y articulada con la visión estratégica que se trace a través de la Política Pública.

En esa dirección es importante que el sector privado reoriente sus esfuerzos para complementar la estrategia pública en aras de elevar su alcance y profundidad.



RECOMENDACIONES RELATIVAS A LA PROMOCIÓN DEL MERCADO

La Comisión, luego de examinar en su conjunto las diferentes causas que explican el estado del mercado de capitales, considera que existe una importante oportunidad de mejora en el entendimiento comprensivo de la función de Promoción del Mercado de Capitales que exige tanto de una visión estratégica pública de largo plazo como de las acciones complementarias que debe desarrollar el sector privado, por lo cual formula las siguientes recomendaciones.

1

La Promoción del Mercado debe traducirse en formulación de objetivos y metas y métricas de la Política Pública para el Desarrollo y Promoción del Mercado

i.

En línea con lo expuesto en la Sección I de las Recomendaciones, el Ministerio de Hacienda como responsable de la formulación y ejecución de la política económica debe tomar acciones asertivas para la promoción del mercado de capitales.

ii.

El Ministerio de Hacienda debe

A

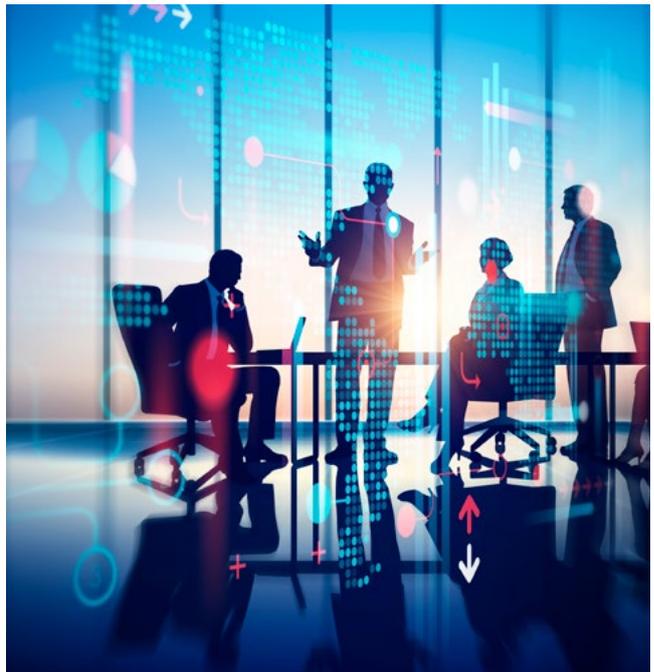
Establecer explícitamente los objetivos y metas de la promoción del mercado de capitales, en línea con las políticas y estrategias definidas;

B

Definir métricas y mecanismos de evaluación del logro de metas para profundizar el seguimiento de la promoción del mercado de capitales; y

C

Determinar las entidades y organismos responsables de la ejecución del plan estratégico que se defina para ese efecto.



2

La Superintendencia Financiera, en ejercicio de las funciones de supervisión, debe participar como ejecutor de la Promoción del Mercado para velar por su sostenibilidad

i.

En línea con lo expuesto en la Sección I de las Recomendaciones, la Superintendencia Financiera en ejercicio de las funciones de supervisión, debe participar como ejecutor de la Promoción del Mercado para velar por su sostenibilidad de largo plazo.

ii.

La Superintendencia Financiera ejecutará aquellas acciones que le sean asignadas conforme a la Política Pública para el Desarrollo y la Promoción del Mercado de Capitales.

El sector privado, y en particular las entidades que ejercen las actividades del mercado de capitales tienen la responsabilidad de articular sus esfuerzos con la Política Pública

i.

El sector privado, en particular las entidades que ejercen las actividades tienen la responsabilidad de participar activamente en las acciones encaminadas a promocionar el mercado de capitales.

ii.

El sector privado debe articular sus acciones con la Política Pública de manera que los esfuerzos sean coordinados y colectivos como quiera que el bienestar que debe entregar a la sociedad es responsabilidad de todos los participantes en el mercado de capitales.

6.2 EDUCACIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA

Existe amplio consenso sobre la importancia de la educación como herramienta para el progreso. Así mismo, sobre la necesidad de alcanzar altos grados de educación financiera.

Ese consenso, sin embargo, ha tenido una ejecución poco coherente y comprensiva tanto en los programas de educación pública formal como en las acciones de política encaminadas a promover la cultura económica entre la población.

La falta de coherencia queda en evidencia cuando se examina el pensum ofrecido en los niveles básico e intermedio del cual es responsable el Ministerio de Educación.

La ausencia de una política pública comprensiva queda revelada en que la Comisión Intersectorial para la Educación Económica y Financiera (CIEEF²³⁵) a cargo de la cual está la coordinación y orientación del Sistema Administrativo Nacional para la Educación Económica y Financiera – definido como el conjunto de políticas, actividades y otros elementos relacionados con la educación económica y financiera – se ha enfocado en la educación para la inclusión financiera de la población más vulnerable dejando fuera un aspecto sustancial que es la importancia que para la sociedad tiene el sistema financiero en su conjunto²³⁶.

El CIEEF ha desarrollado una tarea importante, iniciado con la definición de la Estrategia Nacional de Educación Económica

y Financiera²³⁷, así como en el amplio despliegue que el tema ha tenido en el país para informar a la población más vulnerable sobre los productos y funcionalidades de servicios financieros que apuntan al fortalecimiento de iniciativas y programas, el involucramiento de otras entidades de apoyo, y la medición de capacidades financieras²³⁸; no obstante, presenta oportunidades de mejora en la medida que sigue concentrado en lo básico bajo un enfoque tradicional²³⁹.

En ese sentido si bien el Sistema ha evolucionado, como lo enseñan la evaluación Avances de la ENEEF²⁴⁰, la institucionalidad establecida y la ruta planteada se presentan como aspectos positivos a resaltar en el camino de educación financiera general respecto de la población más vulnerable.

En el contexto del mercado de capitales, sin embargo, existen vacíos que requieren de políticas y estrategias diferenciales.

La Comisión, en ese sentido, considera que la Educación Económica y Financiera debe formar parte de la Política Pública para el Desarrollo y Promoción del Mercado de Capitales cuya responsabilidad, según se recomienda en la Sección I de este Capítulo III, debe estar a cargo del Ministerio de Hacienda y ser acompañada en forma articulada por el sector privado.

La Educación Económica y Financiera no puede estar limitada a informar. Su enfoque debe ser transformador. El aprendizaje de competencias y capacidades debe ser el nuevo paradigma.

235. El CIEEF está integrado por el Ministro de Hacienda, el Ministro de Educación, el Superintendente Financiero, el Superintendente de la Economía Solidaria, y los directores de FOGAFIN, el DNP, Fogacoop y la URF, a cargo de la cual está la Secretaría Técnica. Son invitados permanentes el gerente del Banco de la República y el director del Programa de Inversión Banca de las Oportunidades.

236. Véase Plan Nacional de Desarrollo 2010 – 2014 y el Decreto 457 de 2014 mediante el cual se creó la Comisión Intersectorial para la Educación Económica y Financiera – CIEEF.

237. Véase (CIEEF, 2017). El objetivo general de la ENEEF es "fomentar la EEF para contribuir al desarrollo de conocimientos, actitudes y comportamientos o competencias de la población colombiana, que impacten en la toma de decisiones económicas y financieras responsables e informadas en las diferentes etapas de la vida." Los objetivos específicos planteados en la ENEEF incluyen: coordinar los esfuerzos desarrollados por distintos entes que participan en la ENEEF; fomentar en la población hábitos de planeación y ahorro asociados a las diferentes etapas de la vida; promover en la población el uso responsable del crédito; fomentar en la población hábitos de prevención relacionados con situaciones de potencial fraude o afectación de los ingresos o el patrimonio.

238. Según el (CIEEF, 2017) en tal despliegue participan 113 instituciones públicas y privadas a través de más de 132 iniciativas.

239. En contraste con metodologías modernas de probado éxito en otros países bajo el enfoque "aprender haciendo" que priorizan la definición de reglas básicas para facilitar el aprendizaje, volver entretenida la educación con juegos y humor, personalizar la enseñanza y aprovechar la alta presencia de redes sociales, en Colombia la mayoría de las iniciativas emplean canales tradicionales como cartillas y material audiovisual, charlas y seminarios, y sitios webs.

240. En ese sentido la ENEEF busca aprovechar este impulso amplio para colaborar con la coordinación de las múltiples iniciativas. Avances de la (CIEEF, 2018) apuntan al fortalecimiento de iniciativas y programas, el involucramiento de otras entidades de apoyo, y la medición de capacidades financieras, entre otras.

La Educación Económica, bajo ese enfoque, debe perseguir que la sociedad tenga los conocimientos necesarios para distinguir los efectos de una u otra política pública sobre el bienestar colectivo y en sus asuntos particulares.

Sólo si ese propósito se consigue será posible abrazar un *mecanismo coordinador* enderezado al bienestar colectivo en un ambiente de *libertad económica y economía de mercado* en el que el sistema financiero provea en forma eficiente y competitiva los servicios requeridos para el desarrollo económico para todos los agentes.

Los elementos de la Educación Económica no pueden darse por sentados porque estén consagrados en la Constitución. En ese sentido es indispensable que la Política Pública adopte una narrativa enderezada a explicar el porqué de las decisiones de las autoridades económicas, cómo impactarán a los diversos segmentos de la población y cuáles son los beneficios esperados.

La Educación Financiera, a su turno, debe propender porque los individuos estén en capacidad de discernir los costos y beneficios de las decisiones, los riesgos que se corren adoptando una u otra alternativa, así como las consecuencias, positivas o adversas, de aquellas. Eso implica un reto de liderar una transformación cultural alrededor de la gestión del riesgo de manera que los individuos no puedan eludir la responsabilidad de sus decisiones.

La Comisión estima que existe un amplio campo a recorrer en esta estrategia para incorporar elementos dirigidos a socializar entre la población en general (i) las distintas alternativas de inversión, profundizando en elementos como costos, rentabilidad y perfil de riesgo, y (ii) la participación y objetivos de los múltiples agentes e infraestructuras que respaldan las actividades del mercado de capitales.

En esa misma dirección, la Educación Financiera implica desarrollar acciones encaminadas a profesionalizar la gerencia de todas las empresas, sin distinción de tamaño, sector o naturaleza. Sin propietarios y empresarios educados financieramente es impensable esperar que el mercado de capitales se desarrolle exitosamente.

La baja presión competitiva que existe en el sistema financiero parte de la falta de

una apropiada formación en asuntos financieros que afecta no sólo a la población más vulnerable, sino que hace vulnerables por igual a propietarios y empresas respecto a los agentes de ese mercado.

La Comisión considera que en esta dirección el sector privado tiene igualmente un rol de indudable importancia.

En ese sentido, si bien se registran esfuerzos de entidades públicas (Superintendencia Financiera y Bancoldex, principalmente), y privadas (AMV y BVC) para educar al público en general en materias relativas al mercado de capitales, es preciso ampliar el espectro de interesados en su desarrollo, haciendo partícipes a otros sectores, en particular al sector real en tanto que serán los mayores beneficiados de un sistema financiero más competitivo, accesible, eficiente y desarrollado.

Lo anterior implica que el sector privado articule sus acciones y esfuerzos con la Política Pública para el Desarrollo y Promoción que defina el Ministerio de Hacienda.

La importancia estratégica del trabajo coordinado entre el sector público y privado para ampliar los conocimientos de toda la po-

blación en materia financiera, así como en la profesionalización de la gerencia de las empresas es indiscutible, en la medida que tendrá efectos sobre la competitividad del país en el mediano y largo plazo.

Uno de los retos al buscar el diseño de estrategias para profundizar el nivel de educación económica y financiera es la medición del nivel del país (lo cual abre la posibilidad a definir métricas para medir el impacto de campañas).

Dos mediciones recientes de capacidades financieras de adultos en el país²⁴¹ adelantadas por el Banco Mundial en 2012 y CAF en 2013 ponen en evidencia características como la falta de planeación financiera, el desconocimiento del cálculo de una tasa de interés simple, y la aversión a usar el sistema financiero; se delatan en general precarios conocimientos por parte de la población colombiana de la oferta existente de productos financieros y de sus derechos como usuarios. De igual manera, los conocimientos de conceptos financieros de carácter técnico son débiles y se limitan a nociones básicas, lo que va en perjuicio de todas las empresas con efectos sobre su crecimiento, productividad y competitividad.

241. (CIEEF, 2018).



RECOMENDACIONES RELATIVAS A LA EDUCACIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA

La Comisión, luego de examinar en su conjunto las diferentes causas que explican el estado del mercado de capitales, considera que existe una importante oportunidad de mejora para promover una agenda pública de Educación Económica y Financiera que complemente los programas de educación orientados a la inclusión.

La Comisión, en ese sentido, resalta la importancia de que el país cuente con una visión estratégica público-privada sobre la importancia que para la sociedad tiene adelantar acciones coordinadas que propendan porque individuos, familias y empresas adquieran los conocimientos y competencias necesarias para que puedan capturar las mejoras en el bienestar económico que pueden derivarse de un mercado de capitales desarrollado y profundo en el que puedan operarse toda clase de riesgos en un ambiente de libertad económica y economía de mercado, por lo cual se formulan las siguientes recomendaciones.



1

La Educación Financiera debe ser, en sí misma, un objetivo de la Política para el Desarrollo y Promoción del Mercado de Capitales e impulsada por el Gobierno

i.

En línea con lo expuesto en la Sección I de las Recomendaciones, el Ministerio de Hacienda como responsable de la formulación y ejecución de la política económica debe tomar acciones para impulsar programas de educación económica y financiera relacionados con el mercado de capitales.

ii.

El Ministerio de Hacienda debe determinar las entidades y organismos responsables de adelantar las acciones de política encaminadas a que toda la población adquiera niveles superiores de educación en esta materia.

2

El sector privado debe participar activamente en el impulso y ejecución de los programas de Educación Económica y Financiera

i.

El sector privado, y no sólo los participantes en el mercado de capitales, tiene un papel relevante en la expansión de la educación económica de la población más si, como se evidencia en otras latitudes, un mejor nivel en la cultura financiera tiene el potencial de incrementar la oferta de nuevos instrumentos financieros y su demanda, dado lo cual es deseable que las acciones de política se coordinen con las iniciativas, recursos y esfuerzos que adelanten los agentes del mercado de capitales.

ii.

La Comisión, en esa dirección, hace un llamado a todos los líderes empresariales y gremiales del país a comprometerse en forma activa y articulada con la Educación Económica y Financiera de la sociedad porque es a través de esa poderosa herramienta que mejor pueden asentarse en la conciencia colectiva los valores de la democracia y la economía de mercado.

SECCIÓN 7

ÁMBITO INTERNACIONAL

241. Colombia tiene suscritos múltiples tratados de libre comercio que involucran disposiciones sobre servicios financieros. Entre los vigentes se cuentan los acuerdos con México, Comunidad Andina de Naciones, Países EFTA (Suiza, Noruega, Islandia, Liechtenstein), Canadá, USA, Mercosur, Unión Europea, Alianza del Pacífico (Chile, Perú, México) y Costa Rica. Entre los suscritos, pero no vigentes Israel, Panamá y Reino Unido. Finalmente, Colombia tiene suscritos acuerdos bilaterales de inversión que también contienen disposiciones en materia de servicios financieros con Japón y Perú.

El mercado de capitales colombiano es pequeño comparativamente con otros mercados emergentes; esto plantea un reto para atraer inversionistas extranjeros, quienes tienden a favorecer a la investigación de mercados amplios. Es natural, por lo tanto, buscar una ampliación del mercado mediante una integración con otros mercados.

Si bien Colombia tiene suscritos algunos acuerdos de libre comercio que incorporan capítulos especiales sobre servicios financieros²⁴², el que ha tenido un desarrollo más acelerado tanto en el plano legislativo como interés por los agentes es la Alianza del Pacífico.

La Alianza del Pacífico (AP) es la plataforma que se ha establecido para buscar esta integración con mercados similares al colombiano, cuyo acuerdo marco se firmó en 2012. En términos económicos y financieros el bloque compuesto por México, Chile, Perú y Colombia es equivalente a Brasil (CLAPES-US (2018)). Un objetivo de esta alianza es permitir a las pequeñas y medianas empresas lograr una mayor diversificación de sus fuentes de financiamiento, y a los inversionistas contar con una mayor fuente de alternativas de inversión.

(CLAPES-UC, 2018) señala prioridades para lograr estos objetivos: disminuir inestabilidad y asimetrías tributarias entre los países miembros, avanzar en interconexión

de las autoridades tributarias, establecer procedimientos claros, simples y estandarizados para registro de inversionistas y emisores, adoptar mejores estándares de entrega de información al mercado, y desarrollar sistemas de compensación y liquidación en moneda extranjera.

De forma positiva el Consejo de Ministros de Finanzas de la Alianza del Pacífico creó el Grupo de Integración Financiera, que se compone de diversos subgrupos, entre ellos el Subgrupo del Mercado de Capitales. Ahora, su mismo funcionamiento enfrenta retos tales como la discontinuidad de los procesos por los cambios de gobierno y el personal dedicado a avanzar en los temas agendados. Sin embargo, se han logrado avances importantes, como la adopción en 2018 de principios para la regulación de *fintech*.

A

EN LA ACTUALIDAD la agenda de trabajo del Subgrupo del Mercado de Capitales contiene los siguientes elementos:

B

Fomentar MILA, en el sentido de ampliar activos negociables a títulos de deuda pública, de establecer principios de gobierno corporativo, y de evaluar el papel de los custodios en el proceso de compensación y liquidación.

C

FORTALECER el avance logrado con el Pasaporte de Fondos, en donde la regulación ha avanzado a pasos heterogéneos entre los países de la Alianza.²⁴³

D

DEFINIR lineamientos comunes sobre ciberseguridad.

E

ESTABLECER prácticas comunes para facilitar el crédito a PyMes.

Si bien la coordinación de los gobiernos es una tarea compleja por las distintas y cambiantes prioridades, Colombia podría contribuir con el avance de los temas de integración por medio de una dinámica que siga la línea estratégica que defina el Policy Maker del mercado de capitales colombiano, el Ministerio de Hacienda²⁴⁴, trascendiendo los cambios de gobierno y personal. En adición, Colombia puede tomar una posición de avance unilateral en elementos que permitan abrir el mercado local al regional pero que puedan presentar avances poco ágiles.

243. (Aya, Guerrero, & Galindo, 2017) señalan caminos necesarios en cuanto al modelo, regulación y proceso de implementación.

244. Véase Sección I Arreglo Institucional.

Ahora, la integración de los mercados precede la Alianza del Pacífico, con la creación desde el 2009 del mercado regional MILA. Bolsas y depósitos forman la base de la integración, que desde su creación se ha enfocado en los mercados de renta variable.

El Capítulo II exhibe la evolución de cerca de una década de existencia del MILA. Este ha mostrado un avance lento desde su creación, y hoy presenta retos para su ágil desarrollo: la entrada de México restó importancia al sistema de enrutamiento, con la actividad bilateral con Chile que se basa en negociación directa; MILA no ha sido usado por el mercado *retail*, como era su intención inicial; MILA no ofrece un flujo de información a la altura de las expectativas de inversionistas profesionales del mercado extranjero; aún quedan detalles operativos

por aterrizar, como la apertura de cuentas en países de la AP por parte del Depósito Central de Valores.

(Sabbah, 2017) diagnostica los elementos del MILA susceptibles de mejora para profundizar la integración de mercados. Entre otras, señala la necesidad de avanzar en la tecnología de order-routing, integración de infraestructuras y post-trade, para profundizar en una verdadera integración multi-mercado, que vaya más allá de un conjunto de muchas relaciones bilaterales.

Estas nuevas infraestructuras facilitarían la introducción de nuevos productos como bonos de deuda pública, índices y derivados. En adición, el autor es insistente en la conveniencia de facilitar la entrada a inversionistas institucionales. Por último, reite-

ra la necesidad de una armonización legal de los mercados, enfatizando en la dificultad que genera que las divisas de los países no sean directamente negociables o convertibles entre sí.

Por otro lado, a lo largo de este documento se han resaltado las diferencias normativas que Colombia tiene con otros países, en particular los de la Alianza del Pacífico. Frecuentemente estas diferencias plantean para el mercado colombiano situaciones de desventaja comparativa, lo cual se presenta como un elemento negativo en el entorno del mercado de capitales colombiano.

Por ejemplo, Colombia presenta las más altas tasas de tributación entre países pares, como lo muestra la **Tabla 17**.

▾ TABLA 17.

Tasas de tributación para inversionistas extranjeros

	DIVIDENDOS	INTERESES	GANANCIAS DE K
Colombia	38.25 %	15 %	10 %
Perú	5 %	4.99 %	5 %
Chile	35 %	4 %	0 %
México	10 %	15 %	10 %

Fuente: LAPES-UC (2018)

Una integración razonable exige armonía entre los elementos subyacentes de los mercados, como lo señala CLAPES-UC (2018). En este sentido, y en concordancia con lo expresado en la Sección VIII Ámbito Tributario, se requiere que las autoridades trabajen en homogeneizar este terreno tributario para poder aspirar a una integración regional que potencie el mercado de capitales colombiano.

Un tema de consideración especial cuando se avance en la integración es la posibilidad de operar y liquidar en dólares, elemento que sería de especial interés para inversionistas internacionales. Esta característica facilitaría la operatividad de un mercado integrado, pero tal discusión debería ser guiada por el Banco de la República, a la luz de consideraciones macroeconómicas y de estabilidad financiera.

Un mercado regional verdaderamente integrado sería una plataforma de promoción del desarrollo de los mercados locales, en donde

el colombiano se vería ampliamente beneficiado. En adición, tal mercado sería altamente atractivo para inversionistas globales, que pueden disuadirse de estudiar los mercados individuales, como el colombiano, por su baja liquidez y profundidad, pero que encontrarían en un mercado regional integrado una interesante fuente de alternativas de inversión.

Un liderazgo como el expresado puede conducir, como es deseable, a que Colombia se transforme en un centro regional atractivo para la emisión y oferta valores por toda clase de emisores nacionales y extranjeros que acudan al Mercado Privado nacional²⁴⁵.

El establecimiento de centro regional en el sentido anotado permitirá deberá permitir el ofrecimiento de toda clase de vehículos de inversión colectiva²⁴⁶ - incorporados o no en los países miembros de la Alianza del Pacífico - y abrir espacio para que otro tipo de inversionistas diferentes a los jugadores locales se interesen por la actividad del mercado regional²⁴⁷.

245. Véase en ese sentido la reorganización del Mercado de Valores que se plantea en el numeral 2.2 Perímetro del mercado no intermediado de la Sección II.

246. Esta alternativa supone una revisión exhaustiva del régimen de prestación transfronteriza de servicios y productos del exterior de manera que supla los mecanismos actualmente autorizados (oficinas de representación, contratos de corresponsalia, y Reverse Solicitation). En ese sentido la regulación debería emular el mecanismo empleado para el registro y monitoreo existente en el caso de los oferentes de reaseguros del exterior (REACOEX).

247. Si opta por esta alternativa, como es deseable, la regulación debe admitir que en dicho mercado puedan participar toda clase de inversionistas calificados, desde los institucionales hasta los Hedge Funds y los especuladores.



“

Una **integración**
razonable exige
armonía entre
los **elementos**

”

RECOMENDACIONES RELATIVAS A LA CONVENIENCIA DE EJERCER UN LIDERAZGO REGIONAL EN LA INTEGRACIÓN



1

El Gobierno debe liderar y ser aliado de los agentes económicos que persigan la integración de los mercados de capitales de la región

i.

El Gobierno debe promover a Colombia como un aliado que ágilmente propone y adopta cambios encaminados al desarrollo del mercado de capitales.

ii.

El Gobierno debe establecer una dinámica en virtud de la cual Colombia sea el país que al interior de la Alianza del Pacífico promueve la continuidad de políticas y prioridades de armonización e integración más allá de los ciclos políticos.

La Comisión, reconociendo la estabilidad política y económica del país en la región, así como la favorable posición alcanzada en virtud de los tratados de libre comercio que han conducido a la armonización de ciertas regulaciones del mercado de capitales, en particular, con los países miembros de la Alianza del Pacífico, hace un llamado al Gobierno colombiano para que asuma una actitud más activa de liderazgo que favorezca la integración de los mercados de la región.

La Comisión, en ese contexto, formula a continuación un conjunto de recomendaciones encaminadas a adoptar autónomamente reformas que favorezcan la disponibilidad de un mayor número de activos financieros para los inversionistas institucionales locales y en el tiempo tiendan a la ampliación de la base de inversionistas de la Alianza del Pacífico en el mercado de capitales colombiano.

2

El Gobierno debe adoptar autónomamente medidas regulatorias que señalen el camino para la integración de los mercados de capitales de la Alianza del Pacífico

i.

El Gobierno debe establecer una estrategia para liderar la homogeneización e integración de los mercados de capitales tomando decisiones autónomas para indicar caminos y adoptar regulaciones que tengan como efecto el seguimiento por los demás.

En ese sentido es deseable adoptar regulaciones que converjan a los estándares, usos y mejores prácticas internacionales en materias tales como revelación de información de emisores, gobierno corporativo, registros integrados y regímenes de insolvencia.

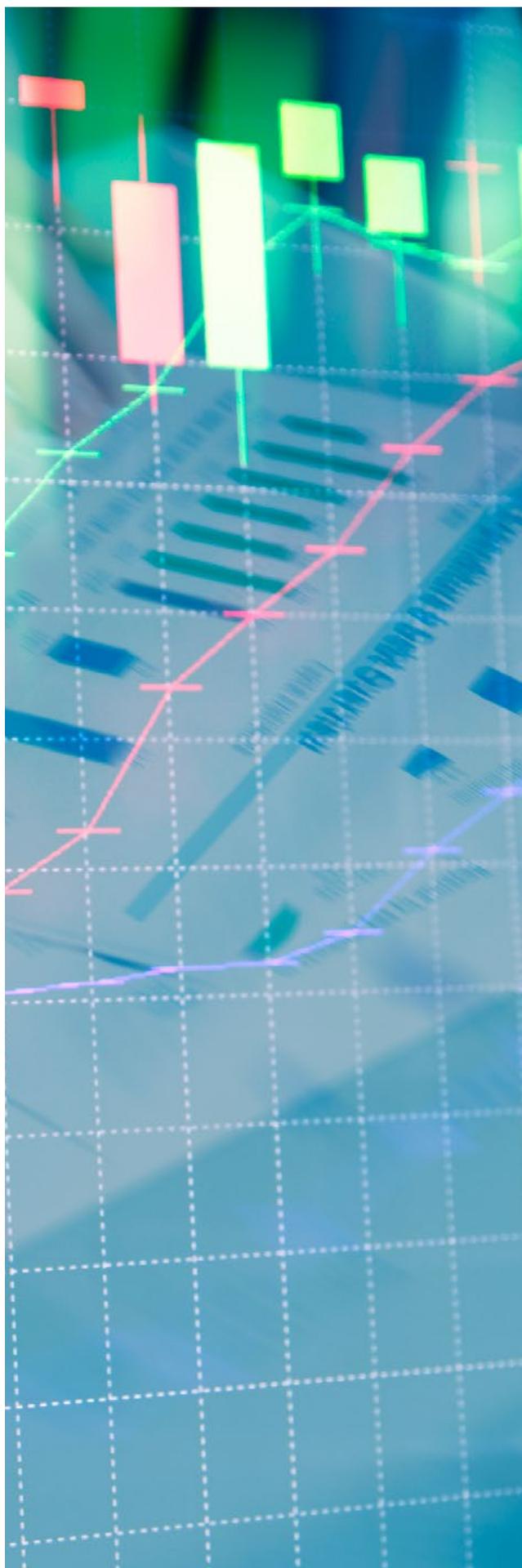
ii.

El Gobierno debe examinar y adoptar medidas encaminadas a facilitar el registro y ofrecimiento de vehículos de inversión colectiva de carácter internacional en el país, de manera que Colombia se transforme en un Hub de Fondos de Inversión Colectiva para la Alianza del Pacífico, aprovechando para el efecto la definición que se adopte sobre Mercado Privado conforme a las recomendaciones planteadas en el numeral 2.2 de la Sección II del Capítulo III de este Informe.

En esa dirección, también, deberá ajustarse la regulación sobre la prestación y ofrecimiento transfronterizo de productos del mercado de valores del exterior.

iii.

El Gobierno debe evaluar con franqueza y realismo el costo que para Colombia tiene y tendrá no conseguir una integración real de los mercados de la región, así como las oportunidades que perderá si la integración ocurre alrededor de la iniciativa panregional de otras economías competidoras.



SECCIÓN 8

ÁMBITO TRIBUTARIO



La dinámica de los agentes en el mercado de capitales responde a la normativa tributaria vigente. En efecto, decisiones de emisión, inversión, y operación en instrumentos financieros deben analizar el impacto tributario de tales decisiones.

En Colombia se han implementado reformas al Código Tributario con una muy alta frecuencia, dificultando la planeación de mediano y largo plazo de los agentes del mercado. Esta inestabilidad es ocasionalmente un elemento disuasorio para la participación de agentes en el mercado de capitales, particularmente de agentes extranjeros. En consecuencia, es deseable

contar con estabilidad en la normativa tributaria como elemento necesario para establecer un entorno adecuado para la participación de agentes.

Como se mencionó, un mercado de capitales eficiente y dinámico ayuda a la reasignación de recursos dentro de la economía pues provee instrumentos para ahorro e inversión, facilitando la conexión de entidades que buscan dinero con aquellas con superávit en liquidez. Así mismo, los mercados de renta fija permiten que las tasas de interés reflejen los costos reales de oportunidad de los agentes en el mercado, dado que los mayores flujos de inversionistas al mercado colombia-

no de renta fija son señales no sólo de la confianza de los inversionistas hacia la economía local, sino también de bajas tasas de interés en otras jurisdicciones.

El tratamiento tributario de los instrumentos financieros del mercado de capitales es un factor determinante en la decisión de inversión, y en general, sobre las expectativas de inversión en el mercado de capitales doméstico. Un marco tributario con reglas claras contribuye a la disminución de vulnerabilidad fiscal y a mayor estabilidad, y en esta medida las modificaciones al marco regulatorio tributario pueden tener impactos sobre la dinámica del mercado (**Tabla 18**).

 **TABLA 18.**

Principales Modificaciones tributarias que afectan Mercado de Capitales

LEY	AÑO	PRINCIPALES MODIFICACIONES QUE AFECTAN MERCADO DE CAPITALES
LEY 1943	2018	<ol style="list-style-type: none"> 1. Reducción progresiva de tarifa del impuesto de renta 2. Tarifa especial de 27% para mega inversiones (mayores a 30 millones de UVT) 3. Se reduce de 14% a 5% la tarifa de retención en la fuente para el inversionista. Aplica para renta fija pública o privada, o derivados financieros con subyacente en valores de renta fija 4. Se crean reglas para reconocer el diferimiento de la realización de rentas en FIC
LEY 1819	2016	<ol style="list-style-type: none"> 1. Incremento del IVA del 16% al 19%, 2. Renta: <ol style="list-style-type: none"> a. Se introdujo sistema de cedulaación b. Para los no residentes aplicará una tarifa única del 35% c. Enajenación de acciones, cuotas y derechos en vehículos de inversión: Se determina el precio de venta en la enajenación de acciones o cuotas de entidades nacionales que no coticen en bolsa se presume que no puede ser inferior al valor intrínseco incrementado en un 15%. 3. Dividendos: <ol style="list-style-type: none"> a. Tarifa: - 0% -5% -10% para dividendos distribuidos a personas naturales residentes, gravados en cabeza de la sociedad. b. 35% para dividendos distribuidos, no gravados en cabeza de la sociedad.
LEY 1739	2014	<ol style="list-style-type: none"> 1. Impuesto a la riqueza. Determinación de la renta bruta en la enajenación de acciones, cuotas y derechos en vehículos de inversión: Se determina el precio de venta en la enajenación de acciones o cuotas de entidades nacionales que no coticen en bolsa o de una entidad de reconocida idoneidad internacional (determinada por la DIAN), se presume, salvo prueba en contrario, que no puede ser inferior al valor intrínseco incrementado en un 15%.
LEY 1607	2012	<ol style="list-style-type: none"> 1. Se crea el CREE
LEY 1430	2010	<ol style="list-style-type: none"> 1. Modificación impuesto Patrimonio. 2. Eliminación progresiva GMF
LEY 1370	2009	<ol style="list-style-type: none"> 1. Prolonga la vigencia del Impuesto al Patrimonio por los años 2011 a 2014
LEY 863	2003	<ol style="list-style-type: none"> 1. Ampliación de la base gravable del impuesto a la renta y creación de sobretasa b) Creación del Impuesto al Patrimonio c) Aumento de la tarifa del GM
LEY 788	2002	<ol style="list-style-type: none"> 1. Sobretasa en el impuesto sobre la renta
LEY 633	2000	<ol style="list-style-type: none"> 1. Continuar con el fortalecimiento del sector financiero. 2. Simplificar y volver más sostenible el sistema tributario 3. Se declaró como permanente el GMF y se aumentó su tasa al tres por mil con el fin de mejorar la situación del sector financiero. 4. Aumento de la tarifa general del IVA al 16% e inclusión de nuevos bienes y servicios dentro de la base gravable.

La importancia de la estabilidad y claridad en la normativa en el marco tributario radica en que permite evaluar la inversión con un horizonte temporal según las preferencias del inversionista, así como generar incentivos para la entrada de nuevos agentes al mercado, y condiciones

más favorecedoras en comparación con jurisdicciones cercanas. Para el análisis de la carga tributaria sobre el mercado de capitales colombiano, a continuación, se señala es el tratamiento tributario para instrumentos de renta variable (Tabla 19) y el aplicable a renta fija.

▾ TABLA 19.

Tratamiento tributario en instrumentos de renta variable Comparativo entre el escenario anterior a la ley 1943 de 2018 y el tratamiento actual

TIPO DE SOCIO O ACCIONISTA AL QUE SE LE ABONAN LOS DIVIDENDOS EN CALIDAD DE EXIGIBLES	DIVIDENDOS Y PARTICIPACIONES DE SOCIEDADES COLOMBIANAS QUE FUERON GRAVADAS EN CABEZA DE LA SOCIEDAD. ²⁴⁸		UTILIDADES QUE NO ESTUVIERON GRAVADAS EN CABEZA DE LA SOCIEDAD COLOMBIANA. ²⁴⁹		UTILIDADES QUE NO ESTUVIERON GRAVADAS EN CABEZA DE LA SOCIEDAD COLOMBIANA. PROVENIENTES DE SOCIEDAD O ENTIDADES EXTRANJERAS (PROCEDE DESCUENTO TRIBUTARIO POR IMPUESTOS PAGADOS EN EL EXTERIOR)	
	AÑOS 2017 Y 2018 ²⁵⁰	2019 EN ADELANTE ²⁵¹	AÑOS 2017 Y 2018	2019 EN ADELANTE	AÑOS 2017 Y 2018	2019 EN ADELANTE
Personas Naturales O sucesiones de residentes	0%: DE \$0 A 600 UVT 5%: DE 600 UVT A 1000 UVT 10%: MÁS DE 1000 UVT	0%: DE \$0 A 300 UVT 15%: MÁS DE 300 UVT	TARIFA ÚNICA DEL 35%	TARIFA DEL IMPUESTO SOBRE LA RENTA: 33%: 2019 32%: 2020 31%: 2021 30%:2022	TARIFA ÚNICA DEL 35%	2019 EN ADELANTE TARIFA DEL IMPUESTO SOBRE LA RENTA: 33%: 2019 32%: 2020 31%: 2021 30%:2022
Personas Jurídicas Nacionales o residentes	0%	7.5%	TARIFA DEL 35%	IMPUESTO SOBRE LA RENTA + 7.5%	TARIFA DEL IMPUESTO SOBRE LA RENTA	TARIFA DEL IMPUESTO SOBRE LA RENTA
No residentes en colombia	5%	7.5%	TARIFA DEL +5%	IMPUESTO SOBRE LA RENTA + 7.5%		N/A

248. Dividendos y participaciones de sociedades colombianas que provengan de utilidades susceptibles de ser distribuidas a título de ingreso no constitutivo de renta, es decir, que provengan de utilidades que se encuentren dentro del límite previsto en el Artículo 49 del Estatuto Tributario.

249. Sobrepasan el límite del parágrafo 2 del artículo 49 del Estatuto Tributario.

250. Ley 1819 de 2016.

251. Ley 1943 de 2018.

Es preciso aclarar en el caso de los instrumentos de renta variable que los ingresos, costos y gastos devengados por estos instrumentos, no serán objeto del Impuesto sobre la Renta y Complementarios, sino hasta el momento de su enajenación o liquidación, lo que suceda primero. Para efectos de lo anterior, en la normativa tributaria se entiende por títulos de renta variable aquellos cuya estructura financiera varía durante su vida, tales como las acciones.

Sin perjuicio de la discusión que pueda plantearse respecto de la doble tributación que implica o no gravar con impuesto sobre la renta los dividendos percibidos por los inversionistas no controlantes de las sociedades inscritas en bolsa o su conveniencia a pesar de las objeciones técnicas que puedan formularse, lo que sí es incuestionable es que el cambio en las re-

glas tributarias de los últimos años en esa materia no contribuye en lo más mínimo en el ánimo de emisores e inversionistas a listar las acciones en el mercado.

Si a lo anterior se suma el riesgo de sanción al que quedan expuestos emisores e inversionistas al tiempo de efectuar las retenciones impuestas sobre el pago de dividendos debido a las diferentes condiciones tributarias de los inversionistas²⁵², así como la inoperancia de los sistemas de información a cargo de los proveedores de infraestructura, el panorama no resulta nada alentador

La Comisión, en ese sentido, considera prioritario que las autoridades económicas examinen con detenimiento la problemática que ha suscitado gravar fiscalmente la inversión en acciones, así como la complejidad operativa que supone para el merca-

do en general enfrentarse a exacciones tributarias que poco contribuyen al recaudo, pero en cambio sí encarecen los procesos de inversión y desestimulan la participación de inversionistas individuales.

Para analizar el tratamiento tributario en instrumentos de renta fija se evalúan las implicaciones tanto para el inversionista adquirente de los títulos como para el emisor de estos (Tabla 20). En la normativa tributaria se entiende por títulos de renta fija, aquellos cuya estructura financiera no varía durante su vida, tales como los bonos, los certificados de depósito a término (CDT) y los TES.

252. Personas naturales, sociedades, fundaciones, inversionistas de portafolio, vehículos de inversión colectiva, fondos de pensiones obligatorios, fondos de cesantías, fondos de pensiones voluntarias y diversidad de inversionistas extranjeros.

▾ TABLA 20.

Tratamiento tributario en instrumentos de renta Fija

SUJETO	CONCEPTO	PRINCIPALES MODIFICACIONES QUE AFECTAN MERCADO DE CAPITALES
Para el Inversionista	Impuesto de renta	<p>1. El comprador de los instrumentos de renta fija está sujeto al impuesto de renta sobre los intereses que perciba con ocasión de la adquisición de estos. Para tales efectos, la tarifa del impuesto se determina así:</p> <ul style="list-style-type: none"> a. Si se trata de una persona jurídica domiciliada en Colombia o de un inversionista extranjero no residente en Colombia, la tarifa es la tarifa general aplicable. b. Si se trata de una persona natural colombiana o de un inversionista extranjero residente, la tarifa es la que corresponda según la tabla del impuesto de renta aplicable. <p>2. La tarifa general de retención en la fuente será del 5% si el inversionista está domiciliado en una jurisdicción que no esté calificada por el Gobierno Nacional como Paraíso Fiscal. En caso contrario, la tarifa general de la retención en la fuente será del veinticinco por ciento (25%). Cuando se trate de valores de renta fija pública o privada, o derivados financieros con subyacente en valores de renta fija, la tarifa de retención en la fuente es del cinco por ciento (5%).</p> <p>3. El ingreso por concepto de intereses o rendimientos financieros provenientes de estos títulos se realizará para efectos fiscales de manera lineal. Este cálculo se hará teniendo en cuenta el valor nominal, la tasa facial, el plazo convenido y el tiempo de tenencia en el año o periodo gravable del título.</p>

SUJETO	CONCEPTO	PRINCIPALES MODIFICACIONES QUE AFECTAN MERCADO DE CAPITALES
--------	----------	---

Impuesto de Renta

4. La utilidad o pérdida en la enajenación de títulos de renta fija, se realizará al momento de su enajenación y estará determinada por la diferencia entre el precio de enajenación y el costo fiscal del título.

Para el inversionista

IVA

1. Los intereses y el capital de los bonos están gravados con IVA

Impuesto de Industria y Comercio

1. Los intereses que perciban los compradores de los bonos pueden formar parte de su base para liquidar el impuesto de industria y comercio de acuerdo con las normas vigentes en el municipio respectivo.

Impuesto de Industria y Comercio

1. El emisor de los bonos no está sujeto al Impuesto de Renta sobre el monto de la suscripción que recibe con ocasión de la emisión. Así mismo, el emisor no tiene un incremento en su base para determinar su renta presuntiva puesto que debe registrar un activo contra un pasivo por el mismo valor, lo que significa que su patrimonio líquido no sufre un incremento neto.

2. El monto de los intereses pagados por el emisor es deducible en la determinación de su impuesto de renta, siempre que la financiación esté directamente relacionada con su actividad productora de renta y se cumplan con los demás requisitos generales de deducibilidad.

Para el emisor de los bonos

IVA

1. Aplican los mismos aspectos que se expusieron respecto a dichos impuestos para el caso de los compradores de bonos.

253. Según el artículo 78 de la Ley 1943 de 2019 el porcentaje de renta presuntiva se reducirá al uno y medio por ciento (1,5%) en los años gravables 2019 y 2020, y al cero por ciento (0%) a partir del año gravable 2021.

Por último, es importante resaltar que existen instrumentos financieros que escapan del tratamiento dicotómico entre renta fija y renta variable como es el caso de los que pueden ser emitidos como renta fija y bajo algunas condiciones adquieren la naturaleza de renta variable.

Los instrumentos híbridos son instrumentos de deuda que cambian de condiciones ante la ocurrencia de un evento, al que se le da el

nombre de “*trigger*”, convirtiéndose en acciones ordinarias o reduciendo su valor para permitir la absorción de las pérdidas afrontadas por el emisor. Por ello, los instrumentos híbridos pueden asimilarse a instrumentos de capital y reconocerse en el patrimonio técnico.

En Colombia, los estándares de Basilea III en relación con los instrumentos híbridos fueron implementados a través de los Decretos 1648 de 2014, 2392 de 2015 y 1477 de 2018,

los cuales describen los criterios que dichos instrumentos deben cumplir para formar parte del Patrimonio Básico Adicional (PBA) o del Patrimonio Adicional (PA), categorías correspondientes al *Additional Tier 1* (AT1) y al *Tier 2* (T2) de Basilea III. El mecanismo de absorción de pérdidas del instrumento híbrido debe ser definido en el prospecto de emisión del instrumento y, dependiendo del que se escoja, puede tener las opciones señaladas en la **Tabla 21**.

▾ TABLA 21.

Mecanismo de absorción de pérdidas del instrumento híbrido

AMORTIZACIÓN DE PÉRDIDAS

En el prospecto de emisión se puede definir que dicha amortización sea:

1. Temporal o permanente (si la amortización puede cesar en un momento posterior o si debe continuar hasta el vencimiento).
2. Total o parcial (si el instrumento pierde todo su valor o solo una parte de este).

CONVERSIÓN A ACCIONES

En el prospecto de emisión se debe definir la metodología de conversión, la cual puede ser:

1. Conversión con precio fijo de la acción.
2. Conversión con precio variable de la acción.



Las entidades bancarias colombianas han puesto en evidencia la necesidad de dar claridad sobre el tratamiento tributario de los instrumentos híbridos para la implementación exitosa del marco normativo contenido en los Decretos 1648 de 2014, 2392 de 2015 y 1477 de 2018. Esta definición conllevaría mayores incentivos para la inversión en este tipo de instrumentos.

Por otro lado, las decisiones de reforma a la normativa tributaria suelen ignorar el impacto que pueden tener en el desarrollo y la dinámica del mercado de capitales. Elementos tales como impuestos a los dividendos, tributación al aumento de capital o prima en colocación de acciones, y el gravamen a movimientos

financieros, generan impactos en la eficiencia operativa y la eficiencia financiera relacionada con la operación de diversos instrumentos financieros.

En este sentido, es deseable que se adelante un análisis de costo/beneficio a las métricas establecidas para el seguimiento del mercado de capitales de elementos en la normativa tributaria que impacten directamente el mercado.

Si bien esta Misión no busca entrar en temas propios de una reforma tributaria, es importante profundizar en tres elementos específicos, entre aquéllos que generan impacto en el mercado.

254. Véanse las Secciones I y VI de este Capítulo III.

Impuesto a la formalización y capitalización de las firmas

La estructura de capital de las firmas está determinada no únicamente por el análisis sobre las fuentes más convenientes en términos de disponibilidad, plazo y costo, sino por factores exógenos vinculados con la tributación.

En ese sentido un factor que impacta, negativamente, la estructura de capital de las firmas es el impuesto de registro que debe cancelarse por la inscripción obligatoria de documentos por los empresarios formales.

En efecto, la Ley 223 de 1995 estableció como renta de las entidades territoriales un Impuesto de Registro, cuya estructura es la siguiente:

i.

Hecho generador: inscripción de actos, contratos o negocios jurídicos documentales en los que sean parte o beneficiarios particulares y deban inscribirse en el registro mercantil a cargo de las Cámaras de Comercio de cada ente territorial (artículo 226);

ii.

Sujetos pasivos: los particulares contratantes y/o los particulares beneficiarios del acto o providencia sometida a registro (artículo 227);

iii.

Causación: dentro del periodo máximo de inscripción en el registro, y su pago es previo al mismo; si la solicitud de inscripción es extemporánea deben cancelarse intereses de mora (artículos 228 y 231);

255. En el caso de Bogotá, Cali, Medellín y Barranquilla (principales ciudades en las que se establecen las empresas, la tarifa está en el tope).

iv.

Base gravable: el valor del acto que en el caso de la constitución de sociedades, reformas estatutarias o actos que impliquen el aumento del capital social o del capital suscrito corresponde al valor total de respectivo aporte, incluyendo el capital social o el capital suscrito y la prima en la colocación de acciones o de aportes sociales (artículo 229, modificado por el artículo 187 de la Ley 1607 de 2012); y

v.

*Tarifa*²⁵⁵: para el aumento de capital social y suscrito oscila entre 0.03% y 0.07%; y en el caso de la prima en colocación de acciones o cuotas sociales entre el 0.01% y el 0.03%.

Como lo evidencia la descripción anterior, el impuesto de registro es anacrónico, una alcabala, en cuanto el hecho generador es la inscripción obligatoria de documentos mediante los cuales los particulares formalizan la actividad empresarial (constitución de sociedades) o aumentan el capital social de los vehículos societarios a través de la cual desarrollan la actividad económica. Lo anterior porque el aumento del capital (social y/o suscrito) o la prima en colocación de acciones (que contablemente hace parte del capital social) están sujetos al impuesto territorial.

Con otras palabras, se somete a los particulares a una carga tributaria por la simple destinación del ahorro hacia la inversión a través de las empresas, esto es, a los aportes al capital de la sociedad mercantil²⁵⁶.

La existencia misma del impuesto, además, constituye un sesgo a favor de la toma de crédito en lugar de la emisión de acciones, aspecto que naturalmente afecta la disposición de los accionistas a participar en alternativas del mercado de capitales.

Aportes voluntarios de largo plazo

Las asimetrías en el tratamiento de actividades y productos del mercado de capitales no se limitan a la regulación propiamente financiera, sino que se extienden al ámbito tributario, materias todas en las que es deseable que exista neutralidad²⁵⁷.

En el ámbito tributario el tratamiento para ciertos productos es disímil, pese a que en esencia son iguales por tener idéntica función económica, siendo el más notorio para Colombia las diferencias relativas a los productos de ahorro de largo plazo.

Es el caso del régimen impositivo aplicable al ahorro efectuado a través de los fondos de pensiones voluntarias y de las cuentas para el fomento de la construcción.

En efecto dispone la ley tributaria que los trabajadores pueden reducir la base gravable sobre la cual se aplica la retención en la fuente sobre ingresos laborales si se efectúan aportes a los fondos de pensiones voluntarias o a las cuentas para el fomento de la construcción (*Cuentas AFC*), pero el retiro de tales aportes y sus rendimientos está

sujeto a diferencias tanto respecto del uso como del periodo después del cual el ahorro puede ser retirado como no gravable²⁵⁸.

Así, los aportes efectuados por los trabajadores a los fondos de pensiones voluntarias conservan el carácter de renta exenta si cada aporte cumple con un periodo mínimo de permanencia²⁵⁹, vencido el cual pueden retirarse tanto el aporte como sus rendimientos sin lugar al pago de impuesto alguno²⁶⁰, mientras que en el caso de las Cuentas AFC no existe un periodo determinado dado que sólo está condicionado a que el ahorro se destine a financiar, en todo o en parte, la adquisición de vivienda (nueva o usada). Tampoco importa en el caso de los ahorros para pensiones voluntarias que las sumas acumuladas, sin que interese la permanencia, se destinen en su totalidad a la financiación, total o parcial, de una pensión de vejez o invalidez (sea en forma de retiro programado o renta vitalicia).

Cabe señalar, además, que dicho tratamiento está diseñado para cobijar productos de ahorro de largo plazo, no el propio ahorro de largo plazo. En ese sentido, es deseable que el régimen tributario evite tratamientos diferenciales entre productos con iguales características, y de preferencia que sea concebido para auspiciar el ahorro voluntario de largo plazo, su diversificación en el riesgo y la transitividad entre los diversos productos.

Así, por ejemplo, es deseable que los beneficios sean concebidos no para el ahorro a través de fondos de pensiones voluntarias o Cuentas AFC sino para el ahorro de largo plazo en bonos del tesoro público, acciones, y otros vehículos de inversión, más aún cuando en la actualidad existen diversas tecnologías que permiten la debida marcación del ahorro que se considere exento para el adecuado control por las autoridades tributarias.

Lo deseable, en fin, es que el tratamiento regulatorio y tributario se base en la naturaleza del ahorro de largo plazo, más no del producto a través del cual se canaliza, porque lo primordial es que la función económica debe perseguirse en la acumulación de ahorros voluntarios con independencia de la denominación del producto o activo o del tipo de agente que lo gestione.

De seguirse este principio se derivarían importantes beneficios debido a que la neu-

tralidad regulatoria e impositiva permitirá a ahorradores e inversionistas decidir en función de la relación riesgo / rentabilidad implícita de los productos, obligará a los agentes a innovar para ofrecer productos mejor ajustados al perfil de sus clientes, al tiempo que promoverá el ingreso de nuevos agentes bajo la premisa de que serán tratados con equidad y simetría, elementos esenciales para el desarrollo del mercado de capitales.

Gravamen a los movimientos financieros y mercado de derivados

Con la crisis del sistema hipotecario de finales de los 90 en el siglo pasado, se adoptó un impuesto que gravaba la disposición de efectivo por los usuarios del sistema financiero, primero, con un carácter temporal, y que posteriormente se estableció como definitivo, que resultó teniendo un alto rendimiento en términos de recaudo²⁶¹.

La existencia del Gravamen a Movimientos Financieros ha sido ampliamente estudiada y criticada técnicamente desde un punto de vista de desarrollo de la economía y de la inclusión financiera²⁶².

El mercado de derivados sufre particularmente el impacto de este tributo, considerando que sus productos suelen ser proclives a una alta rotación de flujos de caja

256. A lo anterior debe sumarse el Gravamen a los Movimientos Financieros por la disposición de efectivo desde las cuentas bancarias del accionista hacia la firma a capitalizar.

257. Véase Sección III de este Capítulo III.

258. Actualmente, el límite al monto que se puede ahorrar en estos formatos es el mínimo entre el 30% del ingreso laboral y 3,800 UVT.

259. Que en la actualidad es de diez (10) años.

260. La ley tributaria igualmente dispone que los agentes financieros están en la obligación de llevar una cuenta contingente con la retención en la fuente dejada de practicar para que, en caso de retirarse el aporte sin cumplir con el periodo mínimo de permanencia en el caso de los fondos de pensiones voluntarias o la destinación a un propósito diferente a la compra de vivienda para el caso de las Cuentas AFC, se practique la retención correspondiente.

261. Inicialmente denominado impuesto a las transacciones financieras.

262. Ver, por ejemplo, (Martín & Mósquera, Julio 2011) y (Lozano, Vargas, & Rodríguez, 2015).

(en el intercambio de pagos en swaps y en el intercambio de colateral, por ejemplo). Como se describió en la Sección V, este gravamen es un obstáculo al sano desarrollo del mercado de derivados local. Su eliminación sería positivamente acogida por participantes del mercado, al facilitar la operatividad y reducir en general los costos de operar en el mercado.

Colombia no es único en la aplicación de un Impuesto a Transacciones Financieras

(ITF). Sin embargo, la tasa del 4 por mil usada ampliamente para transacciones financieras resulta onerosa al comparar con pares; por ejemplo, el actual 0.05 por mil de Perú, o el alcance limitado a depósitos en efectivo superiores a alrededor de 15 mil pesos mexicanos en México, aunque en esos casos se aplica una tasa del 30 por mil. Mercados con frecuente ir y venir de flujos (como los pagos intermedios y finales de derivados y el intercambio de colateral que se constituye en efectivo), en-

cuentran en el gravamen colombiano una alta barrera de entrada para participar en el mercado local de derivados.

Ahora, si bien el diseño de este impuesto escapa al alcance de este Informe, para la Comisión es altamente deseable que las autoridades económicas estudien si el rendimiento o recaudo por este tributo se compadece con el impacto negativo en el desarrollo del mercado de capitales.

RECOMENDACIONES RELATIVAS A LOS ASPECTOS TRIBUTARIOS QUE IMPACTAN EL MERCADO DE CAPITALES

La Comisión entiende que, si bien su mandato no le impide ocuparse de identificar en el plano tributario los obstáculos que pueden inhibir o interferir con el desarrollo de un mercado de capitales o impulsarlo, su análisis supondría una aproximación diferente en cuanto puede implicar una reforma fiscal que, esa sí, escapa a sus recomendaciones.

La Comisión, sin embargo, considera deseable que el Estado tome conciencia sobre la importancia de que su sistema impositivo, cualquiera que sea su enfoque o definición, tiene alta incidencia en el desarrollo y desempeño del tejido empresarial, así como en la percepción que tienen los inversionistas al tiempo de examinar la relación riesgo / retorno frente a oportunidades en economías comparables.

La Comisión, en ese contexto, considera deseable que el Estado colombiano evalúe la oportunidad de adoptar las siguientes recomendaciones.



1

El entorno tributario debe ser neutral, estable y competitivo para favorecer el desarrollo de un mercado de capitales confiable y profundo

i.

Es deseable que el entorno tributario goce de neutralidad y estabilidad en el tiempo, de manera que empresarios e inversionistas no sean sorprendidos con cambios estructurales que afecten las matrices y los modelos de riesgo con base en los cuales adoptan sus decisiones de acudir como oferentes o demandantes de activos financieros en el mercado de capitales.

ii.

Es necesario que las autoridades económicas examinen desde las perspectivas técnica y de conveniencia la imposición de tributos sobre los dividendos pagados por las sociedades inscritas, así como las complejidades operativas y costos que originaron a los participantes en el mercado en la medida que eso ha deteriorado el interés de los inversionistas y puede disuadir a las empresas de continuar listando sus acciones en el mercado.

iii.

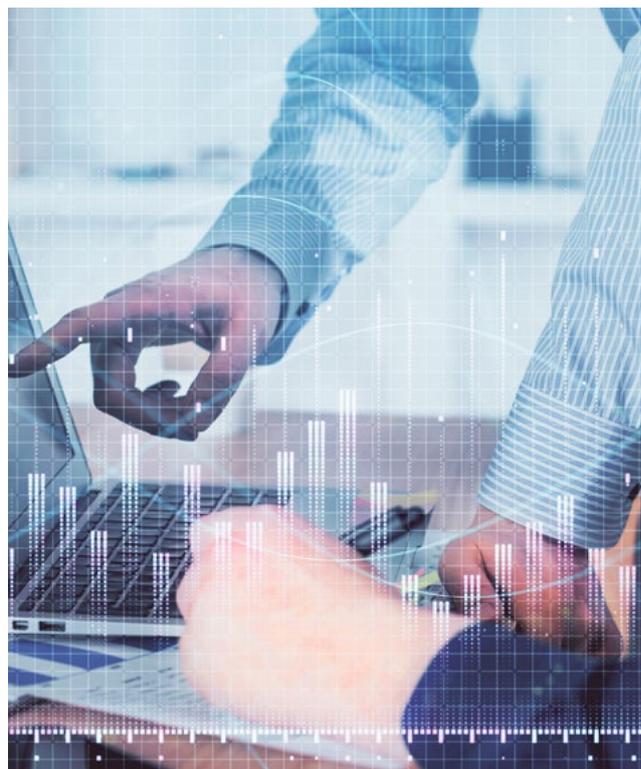
Es deseable que el Gobierno estudie (*ex ante / ex post*) el impacto que sobre el mercado de capitales tienen las medidas de orden tributario de manera que, sobre bases generales, evite la imposición de cargas que excedan los beneficios de recaudo esperados.

2

Una reforma debe eliminar el impuesto de registro que inhibe la capitalización de sociedades con acciones inscritas en el mercado de valores

i.

Es deseable suprimir el impuesto de registro asociado con la constitución y capitalización de sociedades que emitan acciones en cualquier segmento del mercado (Público, Privado, Balcón, según lo descrito en la Sección II de estas Recomendaciones).



3

La legislación debe procurar un tratamiento simétrico a las actividades, servicios, operaciones o vehículos financieros que se desarrollen en el mercado de capitales

i.

Es deseable que la legislación otorgue idéntico tratamiento tributario a las operaciones, productos, servicios o vehículos financieros que, en esencia, tengan la misma oferta de valor o función económica (por ejemplo, vehículos de ahorro de largo plazo que sean usados obligatoriamente para pensiones).

ii.

Es deseable que la legislación promueva un tratamiento equitativo y simétrico a las operaciones que se realicen a través de mercados financieros (sistemas transaccionales, OTC, *offshore*) tanto para los impuestos directos como indirectos (i.e. GMF e IVA en operaciones y pago de flujos de valores y de derivados).

iii.

Es deseable que la legislación considere exentas del Gravamen a Movimientos Financieros a las operaciones de postura y retiro de garantías que subyacen el manejo natural de productos derivados.

4



CONSIDERACIONES FINALES E IMPLEMENTACIÓN DE LAS RECOMENDACIONES

Cuando el Gobierno, por intermedio del Ministro de Hacienda, convocó la Misión del Mercado de Capitales a finales de 2018, fijó entre sus objetivos la definición de una hoja de ruta que permitiese una implementación ordenada de las recomendaciones que surgieran.

La Comisión, con ese objetivo en mente, acompañó la iniciativa de la URF de convocar tres talleres temáticos organizados alrededor de la demanda, oferta e infraestructura del mercado, en la que los interesados en el desarrollo del mercado de ca-

pitales tuvieron oportunidad de revelar preocupaciones y propuestas.

La Comisión, entendiendo que los talleres eran un insumo natural para la construcción de la hoja de ruta, se encontró con que



Las Tres C obedecen a que la implementación de las recomendaciones tiene diferentes Consecuencias o impactos, distintas formas y grado de Complementariedad o dependencia, y diversos grados de Complejidad.

LAS TRES C ESTÁN

estrechamente relacionadas con los ejes de las recomendaciones

la mayoría de los planteamientos y consensos de quienes participaron se enderezaban a resolver aspectos micro que, sin desconocer su importancia, no parecían tener en sí mismos la potencialidad de impactar en el mediano y largo plazo el desarrollo del mercado de capitales.

La Comisión, al propio tiempo que se desarrollaban los talleres, emprendió la recopilación de información sobre el estado del mercado de capitales, así como el estudio de la abundante literatura académica disponible sobre cómo emprender su desarrollo. Así, el análisis ulterior del conjunto de ideas recogidas con ocasión de los talleres vino a confirmar que los puntos de conexión y convergencia entre las propuestas eran escasos y con baja capacidad transformadora.

La Comisión vino a confirmar esa impresión preliminar con ocasión de la intensa agenda de reuniones uno-a-uno que adelantó con numerosas personas cuya visión estratégica resultó fundamental en la medida que se abrió un diálogo franco, abierto y sincero en un ambiente de absoluta confidencialidad con empresarios y adminis-

tradores de todos los grupos económicos y grupos financieros con presencia en el país, que incluyeron a entidades vigiladas, emisores actuales y potenciales, intermediarios, así como también a personas clave en la estructura del Estado.

La confidencialidad ofrecida de antemano por la Comisión a los asistentes a las reuniones uno-a-uno explica por qué en este Informe Final no se ha incluido una memoria de lo tratado, al tiempo que enseña cómo el análisis fue convergiendo hacia un enfoque sistémico y estructural.

La Comisión, en ese proceso de la Misión, tuvo a su alcance los resultados aportados por los estudios que, con el apoyo técnico y financiero de SECO y el Banco Mundial, confirmaron que el análisis, diseño y formulación de las recomendaciones tuvieron, intencionadamente, un enfoque sistémico, estructural y transversal.

La Comisión, en ese contexto, entiende que la hoja de ruta para la implementación de las recomendaciones presentadas en el Capítulo III de este Informe Final están asociadas a tres palabras que inician con "C".

La Comisión, como se enuncia en la Presentación de este Informe Final, considera que el conjunto de recomendaciones presentado en el Capítulo III, en sí mismo, plantea un proceso de reforma conectado por los ejes que transversalmente las inspiran y conectan.

Anecdóticamente, cabe indicar que la Comisión al inicio del proceso de la Misión adoptó tanto la metodología de trabajo como las reglas de juego para dirimir a su interior tanto las temáticas a tratar como la adopción de las conclusiones y el enfoque de su presentación. En ese sentido, se convino que las diferencias se decidirían por votación de la mayoría, mecanismo que, en últimas, no fue necesario en la medida que los ejes conceptuales que alimentaron el debate – en principio subyacentes e implícitos – terminaron sirviendo de tamiz para decidir tanto la organización temática presentada en el Capítulo III de este Informe como en el contenido y alcance mismo de las recomendaciones.

Así, los seis ejes temáticos²⁶³ fueron emergiendo naturalmente como premisas que la Comisión decidió incorporar explícitamente para validar la pertinencia de cada recomendación y su agrupación temática, y que reforzó la idea de que la misión de la Misión consistía en encontrar elementos transformadores del mercado de capitales que fueran convenientes para Colombia en cuanto fueran factibles de implementar. Con otras palabras, la Comisión no persiguió un ideal teórico ni uno vigente en otras latitudes sino un diseño y construcciones propios para Colombia.

La Comisión, en ese contexto, considera que la hoja de ruta no es un listado de acciones que deben abordarse, sino un camino para diagramar el desarrollo del mercado de capitales en Colombia.

La Comisión entiende que el camino a partir de las recomendaciones conceptuales planteadas implica resolver innumerables complejidades prácticas al tiempo de su implementación que tienen origen en realidades del entorno político, del apetito – o aversión – por encaminarse hacia los cambios propuestos, por dificultades en la parametrización de la normativa, por resistencia al cambio, por la rigidez cultural que naturalmente se encuentra en todo mercado y por el mismo proceso formal necesario para implementar los distintos aspectos que explícita o implícitamente están recogidos en las recomendaciones.

Si bien la etapa de implementación es posterior a la entrega de este Informe Final, para la Comisión es importante resaltar la potencial existencia de riesgos si el orden de las recomendaciones se define sin atención especial a su naturaleza. En otras palabras, el orden de los factores sí puede afectar el resultado final, y es factible imaginar escenarios en que un inadecuado orden de implementación puede incluso traer efectos contrarios a los intencionados.

En ese contexto, las Tres C ponen de presente que cada recomendación, así como el conjunto de estas, están afectas fundamentalmente al cumplimiento de los ejes, por lo que en su implementación deben siempre observarse los presupuestos de *Complejidad*, *Consecuencialidad* y *Complementariedad*.

La *Complejidad* es el punto neurálgico en el camino hacia una exitosa implementación. Esta complejidad se puede particionar en

263. Como se recordará los ejes temáticos son: (1) reforzar el enfoque de la regulación y la supervisión hacia una gestión basada en principios de riesgo para asegurar la disciplina de mercado; (2) propender por un mercado en el que puedan operar todos los riesgos y ampliar la base de inversionistas; (3) promover un mercado abierto a nuevos participantes y agentes competidores, que sea desafiante y accesible; (4) evitar asimetrías regulatorias para productos o actividades que cumplan idéntica función económica; (5) incrementar los estándares de profesionalismo de participantes y fortalecer su gobierno corporativo, y (6) establecer un mercado que sirva a la sociedad para potenciar su crecimiento y el bienestar económico.



(a) búsqueda de concordancia entre las expectativas de los agentes interesados, (b) definición del detalle de la propuesta de reforma o implementación, y (c) voluntad política de autoridades que deben aprobar la línea de acción buscada.

La resolución de la *Complejidad* deber partir de una asertiva socialización de los elementos teóricos y prácticos que se busca implementar, incorporando ideas, recibiendo retroalimentación y promoviendo discusiones alrededor de puntos de divergencia.

La *Consecuencialidad*, a su turno, hace relación a que si bien el impacto de cada recomendación ha sido planteado expresa o implícitamente en cada una las ocho secciones que integran el Capítulo III, no debe perderse de vista que su implementación práctica estará sometida a tensiones que pueden evidenciar la existencia de una amplia brecha entre el impacto deseado y el impacto obtenido. Esta posibilidad resalta la importancia de monitorear de cerca y continuamente las implementaciones que se ejecuten.

Así mismo, existen variadas dimensiones de la *Consecuencialidad* o impacto esperado a nivel de dinámica del mercado, de la incorporación de nuevos agentes, de la afectación a costos de actividades, por lo que, si bien cada recomendación apunta a un conjunto de impactos diferentes, es importante para el Promotor del Mercado asegurar que su ejecución efectivamente esté en concordancia con la Política Pública para el Desarrollo y Promoción del Mercado de Capitales.

La *Complementariedad*, por su parte, es la relación de causalidad y dependencia entre las diferentes recomendaciones, factor clave para lograr un diseño adecuado de su implementación.

Así, esa relación de *Complementariedad* pone de presente que es factible que la adopción de algunas recomendaciones en orden inadecuado pueda traer consecuencias contrarias a las buscadas respecto de ciertos agentes, actividades o del mercado en general.



Por ejemplo, una aclaración del alcance del detrimento patrimonial para alinear la gestión de recursos públicos hacia estándares de gestión de recursos privados es un prerrequisito para el reenfoque de lineamientos de inversión de los fondos públicos de la seguridad social e inclusive para una reforma a la Ley 226 con el objetivo de alinearla con estándares de mercado.

El corolario de las *Tres C* es que lo más importante en la etapa de implementación es evitar la tentación de iniciar por aquellas que requieran menos esfuerzo, sin considerar el orden sugerido, explícita o implícitamente, en este Informe Final y/o por la que ordene la naturaleza de las cosas y el sentido común.

En esa dirección, la Comisión estima que la primera tarea en la etapa de implementación sea realizar un mapeo completo de estas relaciones.

En ese mismo sentido, si bien es deseable que los tiempos de implementación sean ágiles, es prioritario analizar preliminarmente de forma profunda las implicaciones de avanzar con las distintas recomendaciones planteadas, lo cual hace necesario – e inevitable – someter la hoja de ruta a rondas de discusión con los participantes del mercado para afinar los detalles que sean necesarios tener en cuenta en la etapa de diseño específico de cada reforma.

Ahora, algunas recomendaciones propuestas requieren reformas legales que

deberán ser debatidas en el Congreso de la República, al paso que otras pueden abrirse paso con fundamento en las facultades de intervención para regular ciertas materias, al tiempo que todas a una exigen un cambio cultural que toma tiempo en asentarse o consolidarse, y simultáneamente un alto bagaje técnico para afinar los detalles que se requieren para su ajuste exacto. Los detalles paramétricos necesarios para convertir las recomendaciones conceptuales en regulaciones prácticas exigirán amplia disciplina técnica.

Por tanto, la tentación para moverse rápido para enseñar resultados, priorizando las recomendaciones que parecieran menos complejas de implementar, debe ser vencida en favor de un plan de ejecución cuidadosamente diseñado.

Lo anterior, en manera alguna, impide que ciertas y muy concretas recomendaciones puedan ser implementadas en el corto plazo en cuanto dependen principalmente de la decisión política para ejecutarlas al amparo de las facultades de intervención y de reglamentación vigentes.

De otro lado, el conjunto de recomendaciones tiene como foco el énfasis en los principios de riesgo y, bajo ese parámetro, lo natural es que la regulación que se expida tenga severas sanciones en caso de incumplimiento. Lo anterior porque la mayor libertad que supone el cambio de enfoque

implica un alto grado de disciplina de los agentes y participantes en el mercado, la cual debe ser asegurada con una fuerte supervisión, así como las consecuencias conductuales y económicas a que haya lugar.

En resumen, más allá de la complejidad en lo concerniente a los pasos formales (sean de carácter legal, regulatorios o reglamentarios) necesarios para ejecutar las reformas propuestas, es crítico que el debate entre autoridades e interesados tenga en mente que los cambios planteados por la Comisión fueron concebidos y diseñados intencionalmente para ser implementados en forma conjunta porque su aplicación aislada o caprichosa o no tendrá el efecto deseado o, se insiste, corre el riesgo de que pueda producir daños y consecuencias negativas no perseguidas.

Ese cuidado, por último, está referido a otras dos características relacionado con los seis ejes: convergencia y transversalidad.

EJES, CONVERGENCIA Y TRANSVERSALIDAD

La Comisión, al plantearse cómo debe ejecutarse la implementación de las recomendaciones de este Informe, encontró razonable dejar un espacio en blanco para que el Gobierno decida cuáles aspectos se puede iniciar más pronto que otros, y sobre esa base, diseñar la hoja de ruta particular y concreta que emprenderá como camino de reforma.

Sin embargo, la Comisión estimó conveniente como ejercicio final de su mandato adelantar un mapeo completo de las recomendaciones para enseñar cómo todas a una convergen y son transversales respecto de los seis ejes que sirvieron de inspiración y validación.

Los seis ejes, como se ha presentado en este Informe Final, habitan cada apartado del Capítulo III, lo que no es gratuito ni una mera falta de tema o lenguaje. Por el contrario, la reiteración de los principios emerge naturalmente porque inspiran y

validan las recomendaciones, al tiempo que – consecuencia no intencionada de la Comisión – pueden servir como insumo principal en el diseño, definición y formulación de la Política Pública para el Desarrollo y Promoción del Mercado de Capitales.

Desde otro punto de vista, la **Tabla 22** enseña cómo esa convergencia y transversalidad conecta lo que inopinadamente puede parecer un conjunto de recomendaciones aislado, pero que en la realidad inspiraron las discusiones y facilitaron su cohesión temática.

Con otras palabras, los seis ejes constituyen el mecanismo coordinador que puede facilitar el diseño de la implementación en la medida que tienen el propósito central de transformar el statu quo para propender por un mercado de capitales que sirva a los intereses de toda la sociedad.

TABLA 22.

Ejes y Transversalidad

TEMAS	EJES	Principios riesgo	Todos los riesgos	Competencia	Simetrías regulatorias	Estándares y gobierno corporativo	Mercado para la sociedad
Rol autoridades	Política Mercado de Capitales	■	■	■	■	■	■
	Ejercicio Integral Facultades Intervención	■	■	■	■	■	■
	URF	■	■	■	■	■	■
	SFC	■	■	■	■	■	■
	Autorregulación	■	■	■	■	■	■
	Estudio Coherencia funciones órganos de control	■	■	■	■	■	■
	Comité Consultivo	■	■	■	■	■	■
Intervención por actividades	Amplia perímetro regulatorio	■	■	■	■	■	■
	Actividad asset management	■	■	■	■	■	■
	Actividad intermediación	■	■	■	■	■	■

TEMAS	EJES	Principios riesgo	Todos los riesgos	Competencia	Simetrías regulatorias	Estándares y gobierno corporativo	Mercado para la sociedad
Intervención por actividades	Diversidad intermediarias	█	█	█	█	█	█
	Fortalecimiento gobierno corporativo	█	█	█	█	█	█
Mercados de oferta de valores	Modalidades emisión y oferta de valores	█	█	█	█	█	█
	Mercado público	█	█	█	█	█	█
	Mercado privado	█	█	█	█	█	█
	Mercado balcón	█	█	█	█	█	█
	Capital privado	█	█	█	█	█	█
	Posibilidad acciones duales	█	█	█	█	█	█
	Reforma legislación conflicto de interés	█	█	█	█	█	█
	Independencia directores de emisores	█	█	█	█	█	█
Infraestructura	Eliminación 10% propiedad bolsas	█	█	█	█	█	█
	Neteo multilateral	█	█	█	█	█	█

TEMAS	EJES	Principios riesgo	Todos los riesgos	Competencia	Simetrías regulatorias	Estándares y gobierno corporativo	Mercado para la sociedad
Infraestructura	Ampliación horarios						
	Interoperabilidad sistemas						
	Desmaterialización activos						
Incentivos AFPs	Mayor disciplina de mercado						
	Regulación con principios de riesgo						
	Enfoque hacia el riesgo de recursos y perfil afiliados						
	Régimen de inversiones: principios y no reglas						
	Eliminar rentabilidad mínima						
	Separar seguro previsional de comisión administración						
	Diseñar comisión alineando incentivos						
	Fortalecer gobierno corporativo AFP						
Incentivos aseguradoras	Regulación con principios de riesgo						

TEMAS	EJES	Principios riesgo	Todos los riesgos	Competencia	Simetrías regulatorias	Estándares y gobierno corporativo	Mercado para la sociedad
Incentivos aseguradoras	Enfoque hacia el riesgo de cada ramo	■	■	■	■	■	■
	Régimen de inversiones: principios y no reglas	■	■	■	■	■	■
	Garantía estatal para riesgos de fallos judiciales	■	■	■	■	■	■
	Participación de entidades del exterior	■	■	■	■	■	■
Custodia	Ampliar oferta de servicios y permitir custodia a bancos	■	■	■	■	■	■
	Incentivos para gestores de recursos de terceros	■	■	■	■	■	■
	Obligatoriedad de custodia para otras vigiladas	■	■	■	■	■	■
	Examinar conveniencia de unificar en un producto estándar	■	■	■	■	■	■
Asesoría	Examinar regulación vigente (costo/beneficio)	■	■	■	■	■	■
	Diseñar regulación para asegurar disciplina del mercado	■	■	■	■	■	■
Gobierno corporativo vigiladas	Asegurar disciplina del mercado con estándares profesionales	■	■	■	■	■	■
	Asegurar conducta en el mejor interés de los consumidores	■	■	■	■	■	■

TEMAS	EJES	Principios riesgo	Todos los riesgos	Competencia	Simetrías regulatorias	Estándares y gobierno corporativo	Mercado para la sociedad
Regulación deuda corporativa	Revisión marco regulatorio deuda corporativa	■	■	■	■		■
Accesibilidad a información	Avanzar en modelo de open banking Considerar información transaccional como bien público	■	■	■	■	■	■
Holding empresas del estado	Crear holding para empresas con participación estatal Objetivo: direccionamiento estratégico y aprovechamiento	■	■	■	■	■	■
Gestión portafolios pensionales públicos	Reformar para alinear intereses del estado con gestores Asignar mandatos para ampliar número de tomadores de decisión	■	■	■	■	■	■
Reforma Ley 226	Reformar Ley 226 distinguiendo colocación privada y pública Hacer compatible con prácticas internacionales	■	■	■	■	■	■
Detrimento patrimonial	Precisar forma de evaluar existencia de detrimento patrimonial	■	■	■	■	■	■

TEMAS	EJES	Principios riesgo	Todos los riesgos	Competencia	Simetrías regulatorias	Estándares y gobierno corporativo	Mercado para la sociedad
Detrimento patrimonial	CGN: incorporar principios en sus guías de auditoría	■	■	■			■
	Expedir regulación transversal para acoger principios	■	■	■			■
Titularización	Promover migración de activos en balances estatales al mercado	■	■		■	■	■
	Diseñar mecanismo de garantía para cartera alternativa	■	■		■	■	■
Fondos de emprendimiento	Promover fondo de fondos de emprendimiento en etapas tempranas	■	■		■	■	
	Gestión con altos estándares	■	■		■	■	
Derivados	Revisión de regulación para favorecer desarrollo de derivados	■				■	■
	Impulsar adopción de IBR	■	■	■			■
	Eliminar asimetrías tributarias en operaciones con derivados	■	■		■	■	■
	Estándares de cumplimiento	■	■		■		

TEMAS	EJES	Principios riesgo	Todos los riesgos	Competencia	Simetrías regulatorias	Estándares y gobierno corporativo	Mercado para la sociedad
Promoción	Promoción: objetivos, metas y métricas	[Barra azul sólida]					
	Superintendencia ejecutor de promoción del mercado	[Barra azul clara]	[Barra azul clara]	[Barra azul clara]	[Barra blanca]	[Barra azul clara]	[Barra azul clara]
	Responsabilidad sector privado	[Barra azul sólida]					
Educación	Educación debe ser un objetivo de la política	[Barra azul sólida]					
	Responsabilidad sector privado	[Barra azul sólida]					
Integración regional	El gobierno debe liderar integración	[Barra azul clara]	[Barra azul clara]	[Barra azul clara]	[Barra azul clara]	[Barra azul clara]	[Barra azul clara]
	Adoptar autónomamente medidas que señalen camino de integración	[Barra azul clara]	[Barra azul clara]	[Barra azul clara]	[Barra azul clara]	[Barra azul clara]	[Barra azul clara]
Dimensión tributaria	Entorno neutral, estable y competitivo	[Barra azul clara]	[Barra azul clara]	[Barra azul clara]	[Barra azul clara]	[Barra azul clara]	[Barra azul clara]
	Eliminar impuesto de registro de capitalización	[Barra azul clara]	[Barra azul clara]	[Barra azul clara]	[Barra azul clara]	[Barra azul clara]	[Barra azul clara]
	procurar tratamiento simétrico a todo nivel	[Barra azul clara]	[Barra azul clara]	[Barra azul clara]	[Barra azul clara]	[Barra azul clara]	[Barra azul clara]



Un corolario de esta visual, que surgió de la dinámica de discusiones al interior de la Comisión, es la inconveniencia de considerar que existe una sola medida que sirva de receta para el desarrollo del mercado de capitales.

Inclusive en el agregado, la transversalidad de los ejes sugiere reformas amplias, que eviten el riesgo de buscar la implementación de unas pocas recomendaciones. En cierto sentido, las recomendaciones expuestas en este Informe Final pueden contribuir al impulso positivo de los ejes transversales si se trabajan en forma agregada.

La Comisión, considera que los seis ejes, examinados o no a la luz de las recomendaciones presentadas en el Capítulo III, pueden ser aplicados para incorporar evolutivamente nuevas recomendaciones más aún cuando el futuro que llegó para quedarse es la prestación de servicios financieros a partir de las tecnologías de la información y las comunicaciones que están revolucionando tanto el mercado de capitales como diferentes sectores económicos.



En efecto, el futuro digital que se anticipa para los mercados exigirá de un sano encaminamiento de los seis ejes y la eventual implementación de las recomendaciones presentadas en este Informe soportarán la agilidad en la innovación, la cual debe ser una característica de los mercados en el mediano plazo.

La Comisión, por último, reitera que su entendimiento de la misión de la Misión es que las recomendaciones para el desarrollo del mercado de capitales con-

tenidas en este Informe contribuyan efectivamente a la democratización del bienestar económico de todos los habitantes de Colombia.

La Comisión tiene esperanza en que el debate próximo de este Informe conduzca a una adopción que se realice bajo idéntica consideración porque lo que importa, en últimas, es que la sociedad colombiana pueda alcanzar grados de bienestar más altos, sostenibles y accesibles para esta y las generaciones futuras.

AGRADECIMIENTOS

Las conclusiones de la Comisión son el producto de la contribución y apoyo de personas y organizaciones. A todos aquellos que directa o indirectamente contribuyeron con el producto final, la Comisión extiende sus más sinceros agradecimientos. La esperanza es que este trabajo pueda contribuir con el objetivo que motivó esta amplia colaboración: la transformación del mercado de capitales colombiano hacia un instrumento que permita el eficiente movimiento de capitales y la generación de bienestar para toda la sociedad.

El apoyo comienza por el Ministro de Hacienda y Crédito Público, Alberto Carrasquilla, y el Viceministro Técnico, Luis Alberto Rodríguez, a quienes la Misión agradece por su impulso.

El Banco Mundial y SECO establecieron un soporte vital para el desarrollo de este pro-

yecto; se agradece particularmente la coordinación de Carlos Senón y Catiana García-Kilroy en este frente.

La URF desempeñó para la Misión un rol crucial de apoyo en la preparación de material e información necesaria para las discusiones de la Comisión. Se agradece especialmente su dedicada colaboración para el desarrollo del trabajo a Felipe Lega, Ana María Prieto, Diana Mesa, Mariana Aya, Henry Alexander Guerrero, y Camilo Hernández. Se incluye en esta mención al equipo del Viceministerio técnico, Daniel Lacouture, María Paula Valderrama, Laura Marcela Ruiz y Julián Arturo Niño.

El comité consultivo de la Misión abrió espacios invaluable de discusión, que la Comisión aprovechó para robustecer la estructura final del estudio y por eso se extiende un fuerte agradecimiento a sus

miembros: Ana Fernanda Maiguascha, Gerardo Hernández, Jorge Castaño, Juan Pablo Córdoba, Michel Janna y Felipe Gómez.

La Misión contó con el apoyo del Banco Mundial para la elaboración de estudios usados como insumos específicos para el análisis en los que participaron Fedesarrollo, David Salamanca, María Inés Agudelo, Pietro Calice y Diego Petrecolla. A ellos la Comisión agradece los insumos recibidos.

Finalmente, el agradecimiento se hace extensivo a todas aquellas entidades y personas que abrieron sus puertas para alimentar las discusiones de la Misión.

La Comisión, así mismo, agradece la colaboración individual prestada por numerosas personas e instituciones en cuanto por diversas vías contribuyeron al análisis y debate, preparación de documentos y presentaciones, entre quienes se cuentan las siguientes:

Adip Numa	Estefanía Molina	María Claudia Cuevas
Adriana Mazuera	Felipe Daza	María Cristina Quintero
Ahmed Fargallah	Felipe Trujillo	María Fernanda Suárez
Alain Foucrier	Félix Buendía	María Lorena Gutiérrez
Alberto Gutiérrez	Francisco Baquerizo	Mario Cruz
Aldemar Peter Estlin (Lord Mayor City of London)	Freddy Castro	Mauricio Reina
Alejandro Figueroa	Fuad Velasco	Mauricio Rosillo
Alejandro Piedrahita	Gabriel Rosas	Michael Plasznick
Alexander López	Germán Abella	Miguel Cortés
Alexandra Suárez	Germán Arce	Miguel Largacha
Alonso Angel	Gustavo Morales	Milton Macías
Ana María Salcedo	Héctor Felipe Ángel	Natalia Agudelo
Andrés Escobar	Helena García	Natalia Hernández
Andrés Lozano	Henry Bradford	Natalia Iregui
Andrés Moreno	Hugo Alberto Abreo	Natalia Leal
Andrés Osorio	Isabella Muñoz	Natalia Salazar
Andrés Páez	Ismail Chaib	Nelson Vera
Ángela María Orozco	Jaime Buritica	Nicolás Mayorga
Ángela Valderrama	Jaime García	Nicolás Torres
Armanda Mago	Jaime Garzón	Olga Lucía Ramírez
Arturo Méndez	Jaime Garzón	Olivia Hillgarth
Ashish Ray	Jaime Humberto López	Oscar Cabrera
Axel Christensen	Jaime Velásquez	Oscar Cantor
Beatriz Arbeláez	Javier Díaz	Oscar Leiva
Camila Gamba	Jean Pierre Serani	Oscar Rocha
Camila Pinillos	Jorge Humberto Botero	Oscar Rosero
Camilo Zea	Jorge Llano	Pablo Medina
Lucas Gómez	José Felipe García	Paula Osorio
Carlos Arenas	José Manuel Marinero	Pedro Cabra
Carlos Castillo	Juan Camilo Isaza	Puneet Singhvi
Carlos Llano	Juan Camilo Osorio	Rafael Aparicio
Carlos Pombo	Juan Carlos Alfaro	Rafael González
Carolina Barón	Juan Carlos Durán	Ricardo Rodríguez
Carolina Restrepo	Juan Carlos Gómez	Ricardo Venegas
César Arias	Juan Carlos Mora	Roberto Junguito
Christian Brandli	Juan David Correa	Rocío Arbeláez
Ciro Contreras	Juan Diego Mejía	Rocío Arenas
Clara Elena Reales	Juan Felipe Giraldo	Rosario Córdoba
Claudia Castillo	Juan Francisco Echeverry	Rupert James
Clemente del Valle	Juan Manuel Escrucería	Sandra Perea
Constanza Hurtado	Juan Manuel Velasco	Santiago Castro
Cristina Buendía	Juan Pablo Camacho	Santiago Montenegro
David Bojanini	Juan Pablo Liévano	Sara Gómez
David Cuervo	Julián Felipe Mejía	Scott Schechtman
David José Valencia	Leonardo Mila	Sergio Clavijo
Deisy García	Louis Kleyn	Sergio Galves
Diana Corredor	Luis Carlos Sarmiento	Stella Villegas
Diego Alejandro Rojas	Gutiérrez	Tatiana Olaya
Diego Jiménez	Luis Felipe Jiménez	Thyler Thomas
Ekaterina Cuéllar	Luis Miguel González	William López
	Manuel Antonio Camacho	Wilson Padilla

BIBLIOGRAFÍA



- Aghion, P., Howitt, P., & Levine, R. (2018). "Financial Development and Innovation-led Growth" in Beck, T and Levine, R (eds). Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA, Edward Elgar Publishing: Handbook of Finance and Development.
- Alarcón, L. (2017). "Construyendo las Bases de la Nueva Misión del Mercado de Capitales en Colombia".
- Allen, F., & Gale, D. (1997). "Financial Markets, Intermediaries, and Intertemporal Smoothing". *Journal of Political Economy*, 105:523-543.
- Allen, F., & Gale, D. (1998). "Diversity of Opinion and Financing of New Technologies". *Journal of Financial Intermediation*, 8(1).
- Allen, F., & Gale, D. (2000). "Comparing Financial Systems". MIT Press, Cambridge, MA.
- ANIF. (2014, Julio 1.). *Desempeño de las Administradoras de Fondos de pensiones (AFPs): Un enfoque con memoria histórica*. ANIF Informe Semanal.
- ANIF. (2016). *Fondos de Inversión Colectiva en Colombia: Evolución y Oportunidades*. Investigación elaborada exclusivamente para Asofiduciarias.
- ANIF. (2016). Holgura en la tasa de usura: efectos sobre la inclusión financiera. *Informe Semanal ANIF Centro de estudios económicos*.
- ANIF. (2018). *¿Cómo impulsar a inversionistas retail en el mercado accionario colombiano?* Enfoque: Mercado de Capitales.
- Arbeláez, M., & Mendoza, C. (2018). Resumen y conclusiones del estudio en materia de seguro revisional, calificación de invalidez, pago de incapacidades y empleo de personas discapacitadas. *Fedesarrollo*.
- Aya, M., Guerrero, H., & Galindo, M. (2017). Estudio sobre pasaporte de fondos de inversión en la alianza del Pacífico. *Publicaciones URF*.
- Baluch, & Ariff. (2007). Derivative Markets and Economic Growth: Is there a relationship? *Bond University Globalisation & Development Centre*.

- Banco Mundial. (2016). *Securitization in Colombia: description, analysis and recommendations*. Project: "Feasibility study to assess the viability of securitizing rural microloans to expand credit to rural areas in Colombia (Selection No. 1212991).
- Bancoldex. (25 de Abril de 2019). Obtenido de <https://www.bancoldex.com/noticias/bancoldex-crea-el-primer-fondo-de-fondos-para-el-emprendimiento-y-la-economia-naranja-3270>
- BanRep (2). (6 de Septiembre de 2019). Intermediarios del mercado cambiario. Obtenido de Banco de la República: <http://www.banrep.gov.co/es/node/34742>
- BanRep. (6 de Septiembre de 2019). Lista de intermediarios del mercado cambiario. Obtenido de Banco de la República, Sistema Estadístico cambiario: <https://quimbaya.banrep.gov.co/secinternet/servlet/co.gov.banrep.cambios.internet.SeclInternet?modulo=sde&operacion=servicios&funcion=consultaIntermediarios&servicio=998&retorno=operaciones.jsp>
- Beck, T., & Levine, R. (2004). "Stock markets, bans, and growth: Panel evidence". *Journal of Banking and Finance*, vol 28 mo 3, pp 423-42.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2004). Finance, Inequality and Poverty: Cross-Country Evidence. *National Bureau of Economic Research Working Paper No. 10979, Cambridge, MA*.
- Beck, T., Levine, R., & Levkov, A. (2010). "Big Bad Banks? The Winners and Losers from Bank Deregulation in the United States". *Journal of Finance*, Vol. 65(5), pp. 1637-1667.
- Beck, T., Levine, R., & Loayza, N. (2000). "Finance and the Sources of Growth". *Journal of Financial Economics*, Vol. 58(1-2), pp. 261-300.
- Bernanke, B., & M, G. (1989). "Agency costs, net worth, and business fluctuations!.". *American Economic Review*, 79(1): 14-31.
- Blanco, C. (2014). La reforma al segundo mercado: Análisis del Decreto 1019 de 2014. *Revista de Derecho Privado*.
- Blanco, C. (2015). La Titularización en Colombia: Veinte años de Regulación, 1993-2013. *Revista de Economía Institucional*, Vol. 17.
- Bolton, P., X, F., L., G., & P.E, M. (2013). "Relationship and transaction lending in a crisis". *Temi di Discussioni* no. 917, Bank of Italy.
- Boot, A. (2000). "Relationship banking: what do we know?". *Journal of Financial Intermediation*, 9(1):7-25.
- Calderon, C., & L. Liu. (2003). The Direction of Causality Between Financial Development and Economic Growth. *Journal of Development Economics*, 72(1): 321-34.
- Caporalle, Howells, & Soiman. (2004). Stock Market Development and Economic Growth: The causal linkage. *Journal of Economic Development*, Volume 29, Number 1, June 2004.
- Cárdenas, M., & Et at. (1996). *Misión de Estudios del Mercado de Capitales: Informe Final*. Bogotá: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Banco Mundial y Fedesarrollo, xii, 172 p.
- Chakraborty, S., & Ray, T. (2003). "Bank-bases versus Market-based Financial Systems: A Growth-theoretic Analysis". University of Oregon, Economics Department Working papers.
- CIEEF. (2017). *Estrategia Nacional de Educación Económica y Financiera de Colombia (ENEEF)*. Comisión Intersectorial para la Educación Económica y Financiera.
- CIEEF. (2018). *Estrategia Nacional de Educación Económica y Financiera (ENEEF) Avances 2018*. Comisión Intersectorial para la Educación Económica y Financiera.
- CLAPES-UC. (2018). *Hoja de Ruta para la Integración Financiera en la Alianza del Pacífico*. Observatorio Estratégico de la Alianza del Pacífico (OEAP) y centro Latinoamericano de Políticas Económicas y Sociales (CLAPES-UC).
- Colombia, Bolsa de Valores de Colombia. (s.f.). *Visionarios de Deuda Privada presentan hoja de ruta para potenciar el mercado de deuda privada en Colombia*. Bogotá.
- Colombia, S. F. (2018). *Actualidad del Sistema Financiero Colombiano*. Dirección de Investigación y Desarrollo. Córdoba, J. (2015). Prefacio: Integración financiera regional-La mejor ruta a seguir. . *Federación Interamericana de Bolsas, Corporación Andina de Fomento, Bogotá*.
- Córdoba, J. P., & et al. (2015). Mercado de deuda privada en Colombia: Evolución y diagnóstico. *Bolsa de Valores de Colombia*.
- Córdoba, J., & Molina, E. (2017). "Elementos para Alcanzar el Mercado de Capitales que Colombia Necesita: Hoja de Ruta y Desafíos Estructurales". Documentos Cede.
- Córdoba, J., & Molina, E. (2017). Elementos para alcanzar el mercado de capitales que Colombia necesita: hoja de ruta y desafíos estructurales. *Documentos CEDE*.
- Dirección de Investigación y Desarrollo, SFC. (2017). Documento Técnico de Tasa de Interés Técnico y Reserva Técnica de Insuficiencia de Activos. *Superintendencia Financiera de Colombia*.
- Dollar, D., & Kraay, A. (2002). Growth is good for the poor. *Journal of Economic Growth*, 7(3): 195-225.
- Gambacorta, L., Jing, Y., & Tsatsaronis, K. (2014). "Financial Structure and Growth". *BIS Quarterly Review*.
- Gerschenkron, A. (1962). "Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essays.". Harvard University Press, Cambridge, MA.

- Greenwood, J., & Jovanovic, B. (1990). *Financial Development, Growth, and the Distribution of Income*. *Journal of Political Economy*, 98: 1076-1107.
- Hellwig, M. (1991). "Banking, Financial Intermediation, and Corporate Finance". In: *European Financial Integration*, Eds: Giovanni, A. and C. Mayer, Cambridge University Press, Cambridge, England: 35-63.
- Hernández, G. (2018). *Apuntes para la Misión del Mercado de Capitales*. Carta Financiera.
- Hommes, R. (s.f.). *La Banca de Inversión en Colombia: Hacia un Mercado Moderno de Capitales*. Corporación Financiera del Valle.
- Jara, D. (2006). Modelo de la regulación de las AFP en Colombia y su impacto en el portafolio de los fondos de pensiones. *Revista Ensayos Sobre Política Económica ESPE*, Vol. 24. No. 52. Pág.: 162-221.
- Jaramillo, P. (2014). Incidencia de la Jurisprudencia en el Seguro Previsional de Invalidez y Supervivencia en Colombia. *Segundo Congreso Internacional de derecho de Seguros: Actuales paradigmas jurídicos*, Fasecolda.
- Jayarathne, J., & Strahan, P. E. (1996). "The Finance-Growth Nexus: Evidence from Bank Branch Deregulation". *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 111(3), pp. 639-670.
- Kumbhakar, S., & Mavrotas, G. (2008). Financial Sector Development and Productivity Growth in B. Guha-Khasnobis and G. Mavrotas, eds. *Financial Development, Institutions, Growth and Poverty Reduction. UNU-WIDER Studies in Development Economics and Policy*. Oxford: Oxford University Press.
- Laeven, L., Levine, R., & Michalopoulos, S. (2015). "Financial Innovation and Endogenous Growth". *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 24(1), pp. 1-24.
- Laffont, J.-J., & Tirole, J. (1993). A Theory of Incentives in Procurement and Regulation. *MIT Press Books, The MIT Press*, edition 1, volume 1, number 0262121743.
- Langfield, S., & Pagano, M. (2016). "Bank Bias in Europe: Effects on Systemic Risk and Growth". ECB Working Paper No. 1797.
- Levine, R. (2002). "Bank-based or market-based financial systems: which is better?". *Journal of Financial Intermediation* 11 (4), 398-428.
- Levine, R. (2004). Finance and Growth: Theory and Evidence. *NBER Working Paper No. 10766, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA*. Disponible en: www.nber.org/papers/w10766.
- Levine, R. (2005). "Finance and Growth: Theory and Evidence, Handbook of Economic Growth". In: Philippe Aghion & Steven Durlauf (ed.), *Handbook of Economic Growth*, edition 1, volume 1.
- Levine, R. (2018). "Finance, Growth, and Economic Prosperity". *Macroeconomic Review*. Monetary Authority of Singapore, pp. 82-88.
- Levine, R., & Zervos, S. (1998). Stock Markets, Banks, and Economic Growth. *American Economic Review*, Vol. 88(3), pp. 537-558.
- Levine, R., Loayza, N., & Beck, T. (2000). Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes. *Journal of Monetary Economics*, 46(1): 31-77.
- Lozano, Vargas, & Rodríguez. (2015). ["Financial Transaction Tax and Banking Margins: an Empirical Note for Colombia. *Borradores de Economía No. 909*].
- Maiguashca, A. F. (s.f.). *Una Visión de la Industria de Fondos de Inversión Colectiva en Colombia*. Documento Asofiduciarias.
- Martín, A., & Mósquera, M. (Julio 2011). *Notas al Mercado de Capitales*. Investor Services S.A. Sociedad calificador de valores.
- Mautino, L. (Noviembre de 2016). Oxera. Obtenido de <https://www.oxera.com/agenda/contract-theory-in-regulation-the-in-between-of-risks-and-incentives/>
- Merton, R., & Bodie, Z. (1995). "A conceptual framework for analyzing the financial environment". in Crane, D.B., Froot, K.A., Mason, S.P., Perold, A.F.
- Merton, R., Bodie, Z., Sirri, E., & Tufano, P. (Eds). *The Global Financial System: A Functional Perspective*. Harvard Business School Press, Boston, MA, 3-31.
- Midrigan, V., & Xu, D. Y. (2014). "Finance and Misallocation: Evidence from Plant-Level Data". *American Economic Review*, Vol. 104(2), pp. 422-458.
- Morck, R., D. Wolfenzon, & B. Yeung. (2005). "Corporate Governance, Economic Entrenchment and Growth". *Journal of Economic Literature*, forthcoming.
- Moreno, A. (2018). *La Bolsa en Colombia en el Siglo XXI: Evolución de los Inversionistas y Emisores de Acciones en Colombia en los Últimos 20 Años (1999-2018)*.
- OECD. (2016). Colombia: Review of the Financial System.
- Oprea, & Stoica. (2018). Capital Markets Integration and Economic Growth. *Montenegrin Journal of Economics*, Vol. 14, No. 3 (2018), 23-35.
- Ossa, B. (1990). *El Mercado de Capitales en Colombia. Evolución y Perspectivas, Bolsa de Bogotá*.
- Petrecolla, D. (2019). Condiciones de competencia en la industria de gestión de activos en Colombia. *Banco Mundial*.

Preqin. (2018). Preqin Quaterly Update: Private Equity & Venture Capital Q2 2018. *Preqin*.

Rajan, R. G., & Zingales, L. (1998). "Financial Dependence and Growth". *American Economic Review*, Vol. 88(3), pp. 559-586.

Sabbah, R. (2017). Mercado Integrado Latinoamericano (MILA): Diagnóstico, recomendaciones y retos. *Preparado para el BID*.

Salamanca, D., & et al. (2019 (2)). Estudio Régimen de Inversión de Inversionistas Institucionales. *Banco Mundial*.

Salamanca, D., & et al. (2019). Estudio Comparativo de Costos de Financiación Mercado de Capitales y Canal Intermediado en Colombia.

SFC, S. (2018). *Actualidad del Sistema Financiero Colombiano*. Dirección de Investigación y Desarrollo.

Steiner, R., & O.L. Jaramillo. (1994). "Desarrollo Reciente y Perspectivas del Mercado Accionario en Colombia". Fedesarrollo, mimeo.

TESOBE. (2019). Investigation into open banking in Colombia: Challenges, opportunities and path to implementation. *Banco Mundial. Embajada de Suiza en Colombia Cooperación Económica y Desarrollo (SECO)*.

Toronto Centre. (Marzo de 2018). Risk-Based Supervision. *TC Notes. Practical leadership & technical guidance*.

Uribe, J. (2013). El sistema financiero colombiano: estructura y evolución reciente.

Uribe, J. (2013). El sistema financiero colombiano: estructura y evolución reciente. *Revista del Banco de la República número 1023*.

Walker, E. (2005). Optimal Porfolios in defined contribution. *OECD*.

WEF (2). (2016). *Accelerating Capital Markets Development in Emerging Economies: Country Case Studies*. World Economic Forum.

WEF. (2016). *Accelerating Capital Markets Development in Emerging Economies: Development and Deepening of the Colombian Equity Market*. World Economic Forum.

Wurgler, J. (2000). "Financial Markets and the Allocation of Capital", *Journal of Financial Economics*, Vol. 58(1-2), pp. 187-214.

Zhuang, G., Niimi, K., Riang, H., Khor, L.-M., & Bracey, H. (2009). Financial Sector Development, Economic Growth, and Poverty Reduction: A literatura Review. *ADB Economics Working Paper Series No. 173*.

BIBLIOGRAFÍA

JURÍDICA

Ley 100 de 1993. (s.f.). Comisión Septiema del Senado.

Ley 1266 . (s.f.). por la cual se dictan las disposiciones generales del hábeas data y se regula el manejo de la información contenida en bases de datos personales, en especial la financiera, credicia, comercial.

Ley 1318 de 2009 . (s.f.). por la cual se modifica la Ley 5ª de 1992.

Ley 1328. (s.f.). Por la cual se dictan normas en materia financiera, de seguros, del mercado de valores y otras disposiciones.

Ley 1370 2009. (s.f.). Por la cual se adiciona parcialmente el estatuto tributario.

Ley 1430 2010. (s.f.). Por medio de la cual se dictan normas tributarias de control y para la competitividad.

Ley 1607 de 2012. (s.f.). Por la cual se expiden normas en materia tributaria y se dictan otras disposiciones.

Ley 1607 2012. (s.f.). Por la cual se expiden normas en materia tributaria y se dictan otras disposiciones.

Ley 1739 2014. (s.f.). Por medio de la cual se modifica el Estatuto Tributario, la Ley 1607 de 2012, se crean mecanismos de lucha contra la evasión y se dictan otras disposiciones.

LEY 1819 DE 2016. (s.f.). Por medio de la cual se adopta una reforma tributaria estructural, se fortalecen los mecanismos para la lucha contra la evasión y la elusión fiscal, y se dictan otras disposiciones.

LEY 1943 DE 2018. (s.f.). Por la cual se expiden normas de financiamiento para el restablecimiento del equilibrio del presupuesto general y se dictan otras disposiciones.

Ley 1943 de 2018 . (s.f.). Por la cual se expiden normas de financiamiento para el restablecimiento del equilibrio del presupuesto general y se dictan otras disposiciones.

Ley 1950 de 2019. (s.f.). ...se aprueba el "Acuerdo sobre los Términos

de la Adhesión de la República de Colombia a la Convención de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos”...

Ley 1955 de 2009, art. 143-3. (s.f.). Por el cual se expide el Plan Nacional de Desarrollo 2018-2022.

Ley 222 de 1995. (s.f.). Superintendencia de Sociedades.

Ley 223 de 1995 . (s.f.). Por la cual se expiden normas sobre racionalización tributaria y se dictan otras disposiciones.

Ley 226 de 1995. (s.f.). Por la cual se desarrolla el artículo 60 de la Constitución Política en cuanto a la enajenación de la propiedad accionaria estatal, se toman medidas para su democratización y se dictan otras disposiciones.

Ley 27 de 1990. (s.f.). Congreso de la Republica.

Ley 27 de 1990. (s.f.). Por la cual se expiden normas en relación con la actividad de intermediación de valores en el mercado público y su ejercicio por parte de los intermediarios de valores.

Ley 31 de 1992. (s.f.). Por la cual se dictan las normas a las que deberá sujetarse el Banco de la República para el ejercicio de sus funciones.

Ley 32 de 1979. (s.f.). por la cual se crea la Comisión Nacional de Valores y se dictan otras disposiciones.

Ley 35 de 1993. (s.f.). ...los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades financiera, bursátil y aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo...

Ley 384 de 1997. (s.f.). Congreso de Colombia.

Ley 45 de 1990. (s.f.). Congreso de Colombia.

Ley 50 de 1990. (s.f.). Congreso de Colombia .

Ley 546 de 1999. (s.f.). Para regular un sistema especializado para su financiación, se crean instrumentos de ahorro destinado a dicha financiación, se dictan medidas relacionadas con los impuestos...

Ley 549 de 1999. (s.f.). ...normas tendientes a financiar el pasivo pensional de las entidades territoriales, se crea el Fondo Nacional de Pensiones de las entidades territoriales y se dictan otras disposiciones en materia prestacional.

Ley 610 de 2000. (s.f.). Por la cual se establece el trámite de los procesos de responsabilidad fiscal de competencia de las contralorías.

Ley 633 2000. (s.f.). Por la cual se expiden normas en materia tributaria, se dictan disposiciones sobre el tratamiento a los fondos obligatorios ...

Ley 788 2002. (s.f.). Por la cual se expiden normas en materia tributaria y penal del orden nacional y territorial; y se dictan otras disposiciones.

Ley 863 2003. (s.f.). Por la cual se establecen normas tributarias, aduaneras, fiscales y de control para estimular el crecimiento económico y el saneamiento de las finanzas públicas.

Ley 9 de 1991. (s.f.). Congreso de Colombia.

Ley 964 de 2005. (s.f.). regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público.

Ley 964 de 2005. (s.f.). para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones.

Decreto 1242 de 2013 por el cual se sustituye la Parte 3 del Decreto número 2555 de 2010 en lo relacionado con la administración y gestión de los Fondos de Inversión Colectiva.

Decreto 1243 de 2013 por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con la actividad de custodia de valores y se dictan otras disposiciones.

Decreto 1420 de 2019 Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con el patrimonio adecuado de sociedades fiduciarias, sociedades administradoras de fondos de pensiones y de cesantía, y sociedades comisionistas de bolsa.

Decreto 2555 de 2010 Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones.

Decreto 1984 de 2018 Por el cual se sustituye el Libro 3 de la Parte 3 del Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con la gestión y administración de los fondos de capital privado, y se dictan otras disposiciones.

Decreto 1525 de 2008 por el cual se dictan normas relacionadas con la inversión de los recursos de las entidades estatales del orden nacional y territorial.

Decreto 1068 de 2015 Esta versión incorpora las modificaciones introducidas al decreto único reglamentario del Sector Hacienda y Crédito Público a partir de la fecha de su expedición.

Decreto 958 de 2010

Decreto 1068 de 2015, Por medio del cual se expide el Decreto Único Reglamentario del Sector Hacienda y Crédito Público” art. 1.2.1.3 ARTÍCULO 1.2.1.3. Superintendencia Financiera de Colombia. La Superintendencia Financiera de Colombia ejerce la inspección, vigilancia y control sobre las personas que realicen actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento o inversión de recursos captados del público.

Decreto 1913 de 2018 Por el cual se modifica y adiciona el Decreto 1068 de 2015 Único Reglamentario del Sector Hacienda y Crédito Público, para reglamentar el funcionamiento y régimen de inversiones del Fondo Nacional de Pensiones de las Entidades Territoriales - FONPET y otros patrimonios autónomos públicos destinados a la garantía y pago de pensiones.

Decreto 1648 de 2014 por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con los instrumentos que componen el patrimonio técnico de los establecimientos de crédito.

Decreto 2392 de 2015 por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con los instrumentos que componen el patrimonio técnico de los establecimientos de crédito.

Decreto 1477 de 2018 Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con los requerimientos de patrimonio adecuado de los establecimientos de crédito y se dictan otras disposiciones.

Decreto 036 de 2015 Por el cual se reglamenta el artículo 14 de la Ley 100 de 1993.

Decreto 661 de 2018. Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con la actividad de asesoría y se dictan otras disposiciones.

Decreto 457 de 2014 “Por el cual se organiza el Sistema Administrativo Nacional para la Educación Económica y Financiera, se crea una Comisión Intersectorial y se dictan otras disposiciones.”

MISIÓN DE MERCADO DEL MERCADO DE CAPITALES 2018 – 2019

Miembros

Roberto Rigobón, Director

Ricardo De Bedout

Alberto Bernal

Rodrigo Galarza

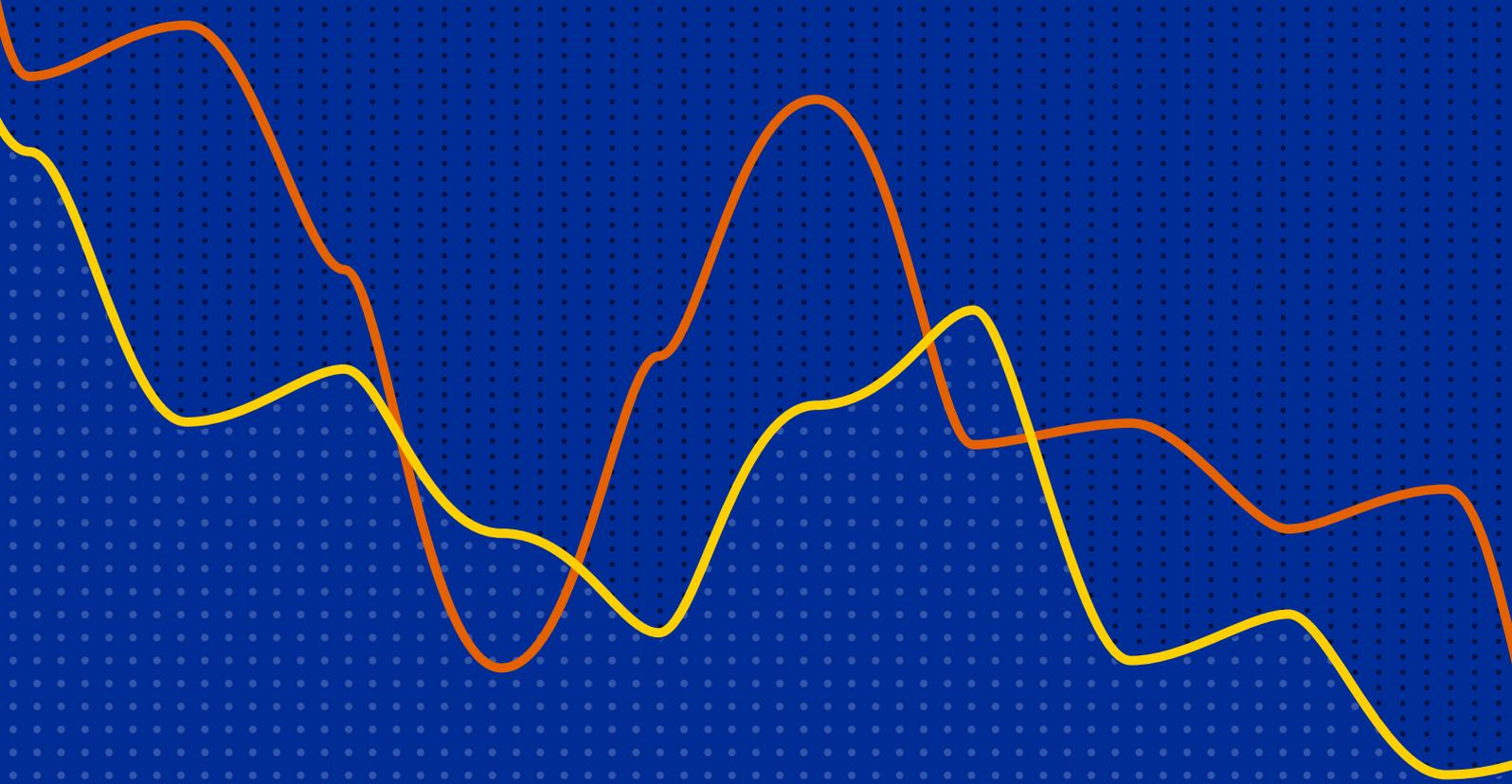
Julio Torres

Diego Jara

La Comisión, además, agradece la colaboración especial del Viceministerio Técnico de Hacienda y de la Unidad de Regulación Financiera en la preparación inicial de los Capítulos II y la Sección VIII del Capítulo III.

Redacción y edición: Rodrigo Galarza y Diego Jara

Bogotá, 26 de septiembre de 2019



MISIÓN DEL MERCADO
DE CAPITALES

2019

INFORME FINAL