



RECOMENDACIONES 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.

El presente documento contiene las recomendaciones preliminares realizadas por parte del Comité Directivo de la Misión del Mercado de Capitales, el cual está integrado por:

Roberto Rigobón
Alberto José Bernal León
Ricardo De Bedout Molina
Julio Torres García
Rodrigo Galarza Naranjo
Diego Jara Pinzón

Tabla de Contenido

Introducción	8
Sección I – Arreglo Institucional.....	16
Recomendaciones sobre el rol de las autoridades.....	16
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	16
2. El Gobierno debe ser responsable por el ejercicio integral de las facultades de intervención en el mercado de capitales	17
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.....	17
4. La Superintendencia Financiera debe ser la única entidad responsable de la vigilancia estatal de personas que ejerzan actividades del mercado de capitales	20
5. El modelo de Autorregulación debe ser revisado a profundidad para redefinir su papel.....	21
6. Creación de un Comité Consultivo como instancia formal para el seguimiento de la política pública	23
Sección II - Estructura de Mercado.....	25
2.1 Recomendaciones relativas a la estructura de mercado y a las actividades como objeto de las facultades de intervención.....	25
1. Ampliación del perímetro regulatorio mediante la unificación de las facultades de intervención con enfoque funcional.....	25
2. Homogenización de estándares de la actividad de administración y gestión de activos	27
3. Homogenización de estándares de la actividad de intermediación de valores	29
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	29
5. Facultades para el fortalecimiento integral del gobierno corporativo	31
2.2 Recomendaciones relativas al perímetro regulatorio del mercado no intermediado.....	31
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.....	32
2. Reorganización del Mercado Principal, en adelante Mercado Público	33
3. Reorganización del Segundo Mercado, en adelante Mercado Privado (Private Placement)	35
4. Creación del Mercado Balcón para emisiones de pequeñas y medianas empresas.....	38

5. La regulación para la estructuración e inversión en capital privado debe distinguir entre los diferentes segmentos y clase de inversionistas	41
6. 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	42
7. La legislación relativa al manejo de situaciones de conflictos de interés, incluyendo las operaciones 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	42
Sección III – Regulación e Incentivos	44
3.1 Recomendaciones sobre la regulación aplicable a las sociedades administradoras de fondos de pensiones y fondos de cesantías	44
1. La regulación debe procurar una mayor disciplina de mercado	44
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”	45
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.....	45
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	46
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.....	47
6. 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	48
7. 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	49
8. El Gobierno debe tener facultades amplias que le permitan regular y fortalecer el gobierno corporativo de las AFP	50
Notas de la implementación de estas recomendaciones	51
3.2 Recomendaciones sobre la regulación aplicable a las Entidades Aseguradoras y Sociedades de Capitalización.....	51
1. La regulación para entidades aseguradoras debe establecerse por “objetivos o principios de riesgo” ...	52
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	52
3. La regulación del régimen de inversiones de las entidades aseguradoras debe orientarse por principios, en lugar de reglas	53

4. La reforma debe establecer un mecanismo de garantía estatal para cubrir los riesgos que afectan el mercado de rentas vitalicias	54
5. La regulación debe permitir la participación de entidades aseguradoras del exterior en el mercado de seguros previsionales y rentas vitalicias	55
Notas de la implementación de estas recomendaciones	56
3.3 Recomendaciones relativas a la custodia de valores	56
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	57
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	58
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	58
4. El Gobierno debe examinar la conveniencia de simplificar y unificar el mercado de préstamo de valores mediante un solo instrumento estandarizado	58
3.4 Recomendaciones relativas a la actividad de asesoría en el mercado de valores	59
1. El Gobierno debe examinar y reevaluar la regulación vigente sobre la actividad de asesoría en el mercado de valores	59
2. El Gobierno debe diseñar la regulación para asegurar la disciplina del mercado de los diversos agentes teniendo en cuenta la función económica que desempeñan	59
3.5 Recomendaciones sobre el gobierno corporativo de las entidades vigiladas	60
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	60
2. 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	61
3.6 Recomendaciones sobre el acceso a la información del mercado	61
1. El Gobierno debe definir los estándares técnicos y prudenciales que permitan avanzar en el modelo de <i>open banking</i>	61
2. La información relativa a las transacciones u operaciones en el mercado de capitales debe ser considerada como un activo de interés público	62
Sección IV - Manejo de Activos Públicos	63

4.1 Recomendaciones sobre el Gobierno Corporativo de las Participaciones Públicas para fortalecer su direccionamiento estratégico empresarial	63
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	63
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	64
4.2 Recomendaciones sobre el modelo de gestión de los fondos públicos vinculados a la Seguridad Social en Pensiones	64
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.....	64
2. 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	65
4.3 Recomendaciones sobre los procesos de enajenación y democratización de participaciones estatales.....	66
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 de capitales	66
2. En las transacciones que se ejecuten en los mercados de capitales una reforma a la Ley 226 debe ser compatible con las prácticas y usos internacionales	67
4.4 Recomendaciones relativas al Detrimento Patrimonial en el manejo de fondos, bienes y recursos públicos	69
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	69
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	70
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	70
Sección V – Productos	70
5.1 Recomendaciones relativas a promoción de activos subyacentes que pueden ser titularizados	71
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	71
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	71

5.2 Recomendaciones asociadas a los Fondos de Emprendimiento	72
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.....	72
2. El fondo de fondos de emprendimiento debe ser gestionado profesionalmente bajo altos estándares de gobierno corporativo	73
5.3 Recomendaciones relativas al mercado de derivados	73
1. El Gobierno debe adelantar una revisión del marco regulatorio que favorezca el desarrollo del mercado de derivados	73
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	74
3. Las autoridades económicas deben adoptar medidas para eliminar las asimetrías tributarias en relación con las operaciones con derivados	74
Sección VI - Promoción de Mercado y Educación Financiera	75
La Promoción del Mercado debe traducirse en formulación de objetivos, metas y métricas de medición de la Política Pública para el Desarrollo y Promoción del Mercado	76
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	76
Sección VII - Ámbito Internacional.....	78
1. El Gobierno debe liderar y ser aliado de los agentes económicos que persigan la integración de los mercados de capitales de la región.....	78
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	78
Sección VIII - Ámbito Tributario	80
1. El entorno tributario debe ser neutral, estable y competitivo para favorecer el desarrollo de un mercado de capitales confiable y profundo.....	80
2. Una reforma debe eliminar el impuesto de registro que inhibe la capitalización de sociedades con acciones inscritas en el mercado de valores	80
3. La legislación debe procurar un tratamiento simétrico a las actividades, servicios, operaciones o vehículos financieros que se desarrollen en el mercado de capitales.....	81

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 desarrollo 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, la regulación genera 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.

La desconexión entre riesgo y regulación en la institucionalidad actual es una restricción importante 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 encargar a 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 garantiza 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 retorno 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. La regulación y el gobierno corporativo existentes generan 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 alinea 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 ocho 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 consecuencias 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 dialogo 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.

Sección I – Arreglo Institucional

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. 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 Financiera.

- 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.
- 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 – 2022 (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.

4. 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 financiera, 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 asegurados¹.

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 compresivo 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.

¹ 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.

- 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 la Superintendencia Financiera sea excluida de la persecución del ejercicio ilegal de las actividades objeto de intervención, en tanto la responsabilidad sea atribuida íntegra y exclusivamente a la Fiscalía General de la Nación 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.

5. 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
 - 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 Misión².

² Véase recomendación 4, iv de la Sección I.

6. 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 II - Estructura de Mercado

2.1 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*).
- 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 practicarse³.
- 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.

2. 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.

³ 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 de este Informe.

- iii. El Gobierno, al intervenir y regular dicha actividad, debe promover la existencia de arquitecturas abiertas, 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 inversionistas⁴.
- 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

⁴ 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 de este Informe.

entreguen en custodia los instrumentos adquiridos para los portafolios con el propósito de salvaguardar los derechos de los inversionistas⁵.

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

⁵ Véanse, además, los numerales 2.2 de la Sección II y 3.3 de la Sección III de este Informe.

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.

- b) Asesores de Inversión (Independiente 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.

5. 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.

2.2 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.

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 – 2022⁶.
- 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

⁶ 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.

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 mercado, debe enfatizar que los indicados sujetos son solidariamente responsables 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 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;
- 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 dos agencias calificadoras 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.

3. 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*), 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;
- 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 siguiente 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 trasmisión 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.

4. 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 Desarrollo⁷.

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 *Clientes Inversionistas*.
- iii. El *Mercado Balcón* se organizará a través de un registro público (*Registro del Mercado Balcón*), 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.

⁷ Ley 1955 de 2019, Artículo 162. Emisiones para pequeñas y medianas empresas.

- 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 Privado⁸;
 - 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

⁸ Véase el literal e), subnumeral viii, numeral 4 de la Recomendación 2.2 de la Sección II de este Informe.

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 clase de inversionistas

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.

6. 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.

7. La legislación relativa al manejo de situaciones de conflictos de interés, incluyendo las operaciones 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. 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.

- ii. Es deseable, adicionalmente, que una reforma legal disponga que las operaciones con o entre entidades vinculadas que involucren a una sociedad con acciones inscritas 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.

Sección III – Regulación e Incentivos

3.1 Recomendaciones sobre la regulación aplicable a las sociedades administradoras de fondos de pensiones y fondos de cesantías

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”

- 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 pensionado⁹.

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

- i. La regulación por objetivos o principios debe ser supervisada con un enfoque de gestión de los riesgos administrados - Risk-Based Supervision¹⁰.

⁹ 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.

¹⁰ Véase “*Risk-Based Supervision*”, March 2018, Toronto Center.

- 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.

- 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 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

- 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 administrados¹¹.

- 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.

6. 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,

¹¹ Recomendaciones en esta línea se presentan en la Sección 3.5 de este documento relativa al fortalecimiento del Gobierno Corporativo de las Entidades Vigiladas.

- 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.
7. 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.

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*.

8. El Gobierno debe tener facultades amplias que le permitan regular y fortalecer el gobierno corporativo de 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 ser acompañada de la facultad para que el Gobierno regule y establezca¹²
 - 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.

¹² Recomendaciones en esta línea se presentan en la Sección 3.5 de este documento relativa al fortalecimiento del Gobierno Corporativo de las Entidades Vigiladas.

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 Recomendaciones sobre la regulación aplicable a las Entidades Aseguradoras y Sociedades de Capitalización

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.
- 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 Supervision¹³.

¹³ Véase “Risk-Based Supervision”, March 2018, Toronto Center.

- 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.

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 cambios 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.

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.

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 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.

- 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.

Notas de la implementación de estas recomendaciones

- 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*¹⁴.
- 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 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.

¹⁴ Recomendaciones en esta línea se presentan en la Sección 3.5 de este documento relativa al fortalecimiento del Gobierno Corporativo de las Entidades Vigiladas.

La Comisión, examinado el contenido de la regulación recientemente expedida¹⁵, 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.

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.

- 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.

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.

¹⁵ 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.

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
 - 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 terceros¹⁶, 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

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

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

¹⁶ 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 tesorías del sector público, y los mandantes en los contratos de administración de valores y administración de portafolios de terceros.

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 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
 - 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 razonables¹⁷.
2. 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

¹⁷ En ese sentido véanse las recomendaciones sobre las distintas clases de agentes en la Sección II numeral 2.1-4 del Informe.

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 Recomendaciones sobre el 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.
 - iii. 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.

2. 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 Recomendaciones sobre el acceso a la información del mercado

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 los consumidores, 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) 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 IV - Manejo de Activos Públicos

4.1 Recomendaciones sobre el Gobierno Corporativo de las Participaciones Públicas para fortalecer su direccionamiento estratégico empresarial

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 – ANAP*, 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 Recomendaciones sobre el modelo de gestión de los fondos públicos vinculados a la Seguridad Social en Pensiones

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 públicos 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.
 - iv. 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.
2. 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 Recomendaciones sobre los procesos de enajenación y democratización de 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 1995 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 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 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.

- 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 estatales¹⁸), con posterioridad a la valoración técnica de los activos y de la

¹⁸ Véase a este respecto la recomendación 4.1 de este Informe.

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 adjudicársele 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.

- 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 Recomendaciones relativas al 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

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

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 tesorerías públicas, como la gestión de fondos públicos y las operaciones de portafolio respecto de las participaciones de la Nación en las empresas públicas.

Sección V – Productos

5.1 Recomendaciones relativas a promoción de activos 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 especializada¹⁹ pueda otorgar garantías frente al riesgo de *default* de la cartera y/o de los activos crediticios²⁰ 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 Recomendaciones asociadas a 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
 - 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 tempranas²¹.
 - 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.).

¹⁹ 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.

²⁰ 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.

²¹ Cabe destacar que Bancoldex puso en marcha una estrategia similar, aunque no focalizada en el emprendimiento en etapas tempranas objetivo de la recomendación.

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 Recomendaciones relativas al 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 desestimulen 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

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.

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*.

Sección VI - Promoción de Mercado y Educación Financiera

La Comisión, luego de examinar en su conjunto las diferentes causas que explican el estado del mercado de capitales, considera que existe una oportunidad de mejora que depende por completo de la voluntad estatal, por lo cual formula las siguientes recomendaciones.

6.1 Recomendaciones relativas a la Promoción del Mercado

La Promoción del Mercado debe traducirse en formulación de objetivos, metas y métricas de medición de la Política Pública para el Desarrollo y Promoción del Mercado

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.

El Ministerio de Hacienda, por medio de una *Dirección General de Política para el Desarrollo y Promoción del Mercado de Capitales* 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.

6.2 Recomendaciones relativas a la Educación Financiera

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

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.

El Ministerio de Hacienda, por medio de una *Dirección General de Política para el Desarrollo y Promoción del Mercado de Capitales* 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.

La Comisión, en esa dirección, considera que el sector privado 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.

Sección VII - Ámbito Internacional

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.

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.
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
 - iii. 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.
 - iv. 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 VIII - Ámbito Tributario

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 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

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.