

- + **Los servicios financieros digitales en América Latina**
- + **Apuntes para la Misión del Mercado de Capitales**
- + **La autorregulación del Mercado de Valores en Colombia**

- + **Discurso de la doctora Marta Lucía Ramírez, Vicepresidente de la República**
- + **Discurso del doctor Miguel Largacha, Presidente del Consejo Directivo de Anif**

financiera

carta

184

DICIEMBRE 2018



FINTECH

Y LOS SERVICIOS FINANCIEROS DIGITALES EN AMÉRICA LATINA



TARIFA POSTAL REDUCIDA NO. 2011-286 4 -72 LA RED POSTAL DE COLOMBIA, VENCE 31 DE DICIEMBRE 2018

COL \$15.000

ISSN 0120-3436



Apuntes para la Misión del Mercado de Capitales



Por: Gerardo Hernández Correa *

Introducción

En mayo de 1996 se entregaron los resultados de la Misión de Estudios del Mercado de Capitales, cuyas recomendaciones son aún recordadas por su oportunidad y pertinencia. Las conclusiones del trabajo, adelantado por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, el Banco Mundial y Fedesarrollo, y en el cual participó un numeroso grupo de investigadores liderados por Mauricio Cárdenas Santamaría, propusieron una serie de reformas que permitieron la profundización del Mercado de Capitales en Colombia.

El gobierno del presidente Iván Duque Márquez convocó una nueva Misión del Mercado de Capitales como respuesta al diagnóstico común de las dificultades que enfrenta ese mercado en el país. Se busca encontrar propuestas que permitan lograr una mayor

profundidad, liquidez y acceso. La tarea no es fácil, aunque sí oportuna, porque, como se argumentará más adelante, tanto los reguladores como los principales actores del mercado han adelantado durante la última década numerosas reformas siguiendo las mejores prácticas internacionales e implementado ejemplos exitosos de otras jurisdicciones, sin que el Mercado de Capitales haya reaccionado como se esperaba.

En palabras del presidente del gremio de los comisionistas de bolsa, Jaime Humberto López, “no es un secreto que llevamos más de cuatro o cinco años atravesando por situaciones muy complejas de liquidez, de profundidad y ni que hablar de ausencia de nuevos emisores y del deslizamiento de otros... Lo que hemos encontrado es que no existe una fórmula mágica, no es un solo problema por resolver, no

hay un solo obstáculo que se evidencie como la causa única, ni siquiera principal. Hemos visto que es una suma de varios aspectos, unos de gran envergadura y bastante estructurales, y otros no tanto.” (López, 2017).

A lo anterior se suma la explosión en los últimos años del Fintech que anuncia modificaciones profundas en la industria financiera y, por lo tanto, una enorme oportunidad para aprovechar

* Miembro de la Junta Directiva del Banco de la República y ex Superintendente Financiero entre 2010 y 2017. Las opiniones son de su exclusiva responsabilidad. Este documento fue preparado para el Seminario de Anif- BVC-AMV-CAF. “Mercado de Capitales y desafíos Fintech”, septiembre 5 de 2018. E-mail: ghernaco@banrep.gov.co

las nuevas tecnologías en beneficio de los consumidores financieros.

Punto de partida

Hay una extensa literatura académica que concuerda con la necesidad de un Mercado de Capitales dinámico como elemento clave para la asignación eficiente del capital y del riesgo. Un mercado desarrollado permite que los sectores público y privado puedan movilizar recursos para financiarse. La emisión de títulos en el Mercado de Valores permite complementar la financiación bancaria tradicional y permite ampliar la base de inversionistas. La emisión en el mercado público también está asociada con mejores reglas de gobierno corporativo y mayor transparencia de las firmas. Por otra parte, la profundidad y liquidez del mercado facilita también la transmisión de la política monetaria que normalmente se realiza mediante operaciones de mercado abierto (Leaven, 2014).

Durante la última década, Colombia ha tenido un enorme progreso en el desarrollo del Mercado de Capitales. Estos logros se reflejan en lo siguiente:

1. Un marco institucional de regulación y supervisión acorde con los mejores estándares internacionales, tal y como fue reconocido por la misión del FSAP adelantada por el FMI y el Banco Mundial en 2012 (FSAP, 2012). En dicho informe, que constituye una revisión integral del sector financiero, se destacó la Ley 964 de 2005 como un instrumento legal con un alto grado de flexibilidad para el regulador, lo que ha permitido dotar al Mercado

de Capitales con nuevos instrumentos con una adecuada protección de los inversionistas.

Adicionalmente, fue acertada la decisión de establecer en 2005 un supervisor integrado dada la estructura del sistema financiero colombiano caracterizado por fuertes conglomerados financieros y una unificación importante de los mercados. Distintos trabajos (Masciandaro *et al.*, 2011) muestran que, a nivel global, se está optando cada vez más por el esquema de supervisor unificado. Lo anterior facilita la visión completa del sistema financiero y de sus riesgos dadas las fuertes interacciones entre los distintos mercados, evita arbitrajes regulatorios y permite una adecuada coordinación de la Red de Seguridad Financiera.

De manera complementaria, la adopción de un modelo de supervisión basada en riesgos por parte del supervisor se constituye también en un elemento clave para contar con un marco institucional fuerte. Cabe resaltar que la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) optó por establecer una metodología de supervisión para los agentes vigilados del Mercado de Valores teniendo en cuenta su naturaleza y riesgos.

Finalmente, la decisión de establecer la regulación integral del sistema financiero en cabeza de la Unidad de Regulación Financiera (URF) permite la acción coordinada de las autoridades, evitando arbitrajes regulatorios. Con la creación de la URF se da respuesta a la solicitud frecuente del sector sobre la necesidad de contar con un regulador especializado que tenga dentro de sus objetivos el de promover el Mercado de Valores (Puyo, 2018). Las múltiples reformas adelantadas en los últimos años en procura de un

mejor funcionamiento del Mercado de Valores por la URF dejan sin piso la idea de que el sector bursátil perdió importancia en la agenda regulatoria del Estado.

2. Un mercado de deuda pública líquido y profundo, fruto de una política pública exitosa y de largo plazo adelantada desde finales de los años noventa. El desarrollo del mercado de los TES no solo permite una financiación sana del Gobierno Nacional, sino que facilita la operación de la política monetaria, evitando la emisión de títulos por parte del Banco de la República para realizar su función.

Se deben destacar las reformas adoptadas tanto en el frente tributario como cambiario, lo que ha permitido flexibilizar el mercado secundario de TES y la importante participación de inversionistas extranjeros como tenedores de estos títulos, como se puede apreciar en los últimos años en donde han llegado a participar en el mercado con cerca de un 24% del total del mercado de TES.

Con el concurso del Banco Mundial, el Gobierno Nacional ha estudiado mecanismos para mejorar la liquidez y la eficiencia del mercado monetario y para profundizar la liquidez a lo largo de toda la curva de rendimientos de los TES. La Misión encontrará iniciativas a este respecto para su discusión que ya se han venido estudiando por la URF y la Dirección de Crédito Público.

3. Una infraestructura financiera moderna que cumple con los principales estándares internacio-

nales, tema que revisó también el FSAP en 2012. La Cámara Central de Contraparte y la Cámara de Divisas constituyen elementos clave para la mitigación de riesgos del sistema. Por su parte, la reciente integración entre la Bolsa de Valores de Colombia y Deceval puede permitir eficiencias y, ante todo, la reducción de costos en beneficio del sistema.

4. Un ejercicio cuidadoso tendiente a la integración financiera regional de la Alianza del Pacífico, en la cual tanto el sector público como el privado han ejercido liderazgo frente a sus pares en esos países. El lanzamiento de MILA y los posteriores esfuerzos de homogenización de la regulación y de las prácticas de supervisión son esfuerzos muy importantes que han contado con el apoyo del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y la Corporación Andina de Fomento (CAF). Estos esfuerzos deberían seguirse realizando dado el carácter complementario que tienen los mercados de los países que constituyen la Alianza del Pacífico.

En particular, el conocimiento de la regulación y de las prácticas de supervisión de las otras jurisdicciones son cruciales para lograr en el futuro una mayor integración de los mercados financieros. Adicionalmente, las reuniones entre reguladores, supervisores e industria constituyen un buen escenario para intercambiar experiencias y evaluar las mejores prácticas en otros países.

5. El desarrollo de los mercados de renta fija y variable privados. La Misión encontrará para su estudio propuestas diversas para promover

dichos mercados, pero, ante todo, deberá estudiar las experiencias de los últimos años, como, por ejemplo, la venta masiva de acciones a pequeños inversionistas que no tenían la información ni el conocimiento de los riesgos inherentes a este tipo de mercados y que, finalmente, se han vuelto accionistas “perdidos” con costos importantes para los emisores y el mercado¹. Otra experiencia para analizar cuidadosamente es la participación de algunos emisores listados en otras jurisdicciones (“double listing”) que hicieron evidentes problemas de transparencia y de una adecuada protección a los inversionistas en otras jurisdicciones.

6. El fortalecimiento de la regulación de Gobierno Corporativo, impulsado por el ingreso de Colombia a la OECD y materializado en una reforma al denominado Código País. Las reformas introducidas mejoran la transparencia de los emisores y dotan a los accionistas minoritarios de mecanismos para hacer valer sus derechos societarios. Las nuevas reglas adoptadas están a la vanguardia de las mejores prácticas internacionales.

7. Un programa ambicioso de infraestructura vial y la creación de la FDN como instrumento financiero para promover y adelantar su financiación. La Misión debe revisar mecanismos que permitan complementar la financiación bancaria que ha primado en buena parte de los proyectos de infraestructura del programa 4G.

La Misión también encontrará la consolidación de las firmas comisionistas de bolsa que han pasado, en su ma-

yoría, a ser parte de conglomerados financieros nacionales o extranjeros y que se han denominado en Colombia como “bancarizadas”. Este fenómeno está asociado con distintos factores, tales como la caída de rentabilidad, los cambios en las necesidades y expectativas de los inversionistas en el mercado minorista, las nuevas tecnologías y, claro está, la orden de intervención y liquidación de comisionistas tanto de la BVC como de la BMC por parte de la SFC.

La Misión igualmente deberá analizar el impacto de que agentes no tradicionales del Mercado de Valores, como las sociedades fiduciarias, hayan tomado un papel muy importante como administradoras de los Fondos de Inversión Colectiva (FICs), y otros agentes, como las Sociedades Administradoras de Inversiones, hayan perdido casi totalmente su relevancia en el mercado.

Reformas adelantadas, unas exitosas, otras no tanto

La Misión va a encontrar una serie de reformas adelantadas en la última década, algunas exitosas y otras que no han tenido los resultados esperados, veamos algunos ejemplos:

- ✓ La reforma de los Fondos de Inversión Colectiva (FICs) que transformó por completo la operación de estos vehículos, segregando funciones y mitigando riesgos. El crecimiento de los portafolios ad-

¹ Así los denomina Andrés Moreno Jaramillo en “La Bolsa en Colombia en el siglo XXI”, 2018.

ministrados muestra que los FICs son un mecanismo idóneo para que los pequeños inversionistas puedan participar en el mercado. No es de extrañar que muchos de ellos se hayan volcado a su utilización en desmedro de la actividad tradicional de intermediación del mercado minorista.

- ✓ Las reformas a la regulación de inversión extranjera que flexibilizaron y facilitaron la inversión de portafolio. Estas reformas van de la mano con los cambios en la regulación cambiaria adoptada por la Junta Directiva del Banco de la República (Resolución Externa 1 de 2018) que flexibiliza las transacciones entre residentes y no residentes, en especial las operaciones de derivados, y permite el seguimiento de los riesgos de descalces cambiarios y movimientos de los flujos de capitales.
- ✓ Las reformas de simplificación tributaria que facilitaron la inversión de portafolio al reducir la tarifa a niveles competitivos con otras jurisdicciones.
- ✓ La regulación para facilitar la operatividad de emisores recurrentes del mercado, minimizando permisos y costos y facilitando que los emisores puedan entrar al mercado cuando consideren que las circunstancias son apropiadas para sus colocaciones.
- ✓ La simplificación de trámites en el proceso de emisión y la reducción de costos de los mismos por parte de la SFC.

- ✓ La regulación referente a Creadores de Liquidez como un mecanismo para alentar el mercado de renta variable privado. Este es uno de los cambios en la regulación que ha tardado en utilizarse, por lo cual la Misión debería revisar si se requieren ajustes para que sea un mecanismo más extendido.
- ✓ La regulación referente al segundo mercado, adoptada siguiendo las experiencias internacionales para atraer a nuevos oferentes al mercado, pero que no ha tenido los resultados esperados.



Ideas para una agenda futura

A pesar de los avances y reformas realizadas, hay acuerdo de los participantes en el mercado sobre la necesidad de nuevos instrumentos para darle un impulso decidido al Mercado de Capitales (Mora, 2018). Tanto en el Congreso reciente de Asobolsa como

en entrevistas realizadas a destacados agentes del mercado (revista *Criterio Inversionista*, 2018) se menciona la necesidad de “alinear incentivos” y establecer una agenda del Mercado de Capitales a nivel de país. La Misión del Mercado de Capitales es el escenario adecuado para discutir estas ideas, sobre todo si se tiene en cuenta que el Estado ha realizado una ambiciosa agenda de cambios regulatorios de la mano del sector privado. La Misión debe validar los intereses de los distintos agentes, ya que en el pasado pareciera que no siempre ha existido una debida coordinación entre los proyectos adelantados por las infraestructuras, y el interés y preparación de los otros agentes del mercado.

A diferencia de la de los años noventa, la Misión encuentra mejor información y una serie de diagnósticos, que tienen ideas comunes sobre las dificultades por las cuales atraviesa el mercado. A continuación se presentan unos temas que podrían estar en esa agenda:

1. Fortalecer la independencia administrativa y financiera de la URF como regulador único en procura de atender las crecientes necesidades de las distintas industrias del sector financiero (Hernández, 2018).

2. Estudiar la posibilidad de una nueva ley financiera que permita regular y supervisar los nuevos desarrollos financieros, algunos de los cuales no se enmarcan dentro de

la noción tradicional de “valores” ni son operaciones autorizadas al sector financiero tradicional. En otras palabras, es necesario que el regulador y el supervisor cuenten con instrumentos que les permitan regular actividades y no solo instituciones como ha sido tradicional en la regulación financiera. Esta ley debe dar flexibilidad al Gobierno Nacional para regular nuevas operaciones que por su desarrollo compitan con los instrumentos tradicionales de los mercados intermediados y no intermediados. Estas facultades deben estar fundamentadas en criterios de estabilidad financiera en sentido amplio, eficiencia y protección al consumidor financiero, y contemplar la posibilidad legal de establecer “sandboxes” en los cuales el regulador pueda conocer de primera mano la forma cómo se realiza la innovación financiera y, con este conocimiento, expedir la regulación (Hernández, 2018).

3. Revisar algunos aspectos de la regulación de los Fondos de Pensiones, tales como la rentabilidad mínima. A este respecto, la Misión debería considerar las conclusiones de un Comité de Expertos convocado por el gobierno anterior que propuso: (i) modificar la fórmula para calcular la rentabilidad mínima, atándola a la inflación promedio de un plazo de por lo menos 10 años; y (ii) establecer un portafolio de referencia para cada tipo de fondo, que se usaría como guía para definir el nivel a partir del cual la AFP podría cobrar una comisión de desempeño. Igualmente, y de manera complementaria, se deben revisar las dificultades que han impedido que el mercado de rentas vitalicias se desarrolle en Colombia.

4. Incentivar a las AFPs para que inviertan en emisiones pequeñas y de mayor riesgo, de conformidad con la reforma de multifondos. En este tema es fundamental entender el papel que han tenido los organismos de control en llevar a que los administradores se muevan cada vez más a la frontera más conservadora del riesgo para no incurrir en eventuales investigaciones y sanciones.

5. Aligerar las cargas regulatorias y de información para incentivar a nuevos emisores, en especial para operaciones de intermediación de bajo monto y portafolios de inversiones con baja transaccionalidad, y establecer a los emisores como depositantes directos con el fin de reducir costos del sistema y del consumidor. La SFC ha puesto en práctica una serie de medidas en este sentido, acompañadas de la reducción de costos de emisión.

6. Continuar con los esfuerzos para la integración financiera con los países de la Alianza del Pacífico, dado el carácter complementario de los mercados y los avances en materia de conocimiento de las prácticas del mercado en los distintos países.

7. Promover que otros inversionistas institucionales, como las compañías de seguros y los Fondos de Pensiones Públicos, dentro de un balance de rentabilidad y riesgo, tengan un papel más importante en el Mercado de Valores.

8. Estudiar mecanismos para un desarrollo más profundo y líquido del mercado de deuda privada. El desarrollo actual parece ser adecuado para grandes emisiones, no así con algunas emisiones consideradas por los inversionistas institucionales como muy costosas por su tamaño. A lo anterior se suma el llamado síndrome del AAA que lleva a que los institucionales tengan una aversión a cualquier emisión que no tenga esa calificación. Algunos analistas han culpado a la regulación del IRL por tener una preferencia por los títulos públicos, tema que deberá revisar la Misión, sin que la solución sea recomendar que se relaje la regulación que sigue estándares internacionales.

9. Sobre la consolidación de los intermediarios, bien vale la pena analizar si esto ha incidido de alguna manera en la competencia en desmedro del mercado o si es la consecuencia de un mercado que requiere adecuados niveles de capital para introducir las modificaciones tecnológicas que el mercado demanda y en donde algunas de las firmas no consideraron rentable esta transformación.

10. Revisar mecanismos para fortalecer la confianza de los inversionistas en los intermediarios y el mercado. Dado que Colombia cuenta con un autorregulador del Mercado de Valores, es necesario fortalecer su actuación. En una reciente presentación, el Superintendente Financiero, Jorge Castaño Gutiérrez, mencionó que menos del 4% de las infracciones del Mercado de Valores tiene consecuencias penales, lo que resulta claramente

insuficiente si se quiere recobrar la confianza del mercado.

11. Evitar la puerta giratoria.

Lograr un acuerdo entre los distintos intermediarios para que no se presente una “puerta giratoria” de comisionistas que han mostrado comportamientos atentatorios de las reglas del Mercado de Valores, pero que aun así son contratados por otras firmas. En otras jurisdicciones se han fortalecido las sanciones para los casos de violaciones del mercado y se ha mejorado la publicidad de las sanciones impuestas por la SFC y la AMV.

12. Adopción del IBR.

En cuanto al mercado monetario, existe consenso en estudiar las razones por las cuales no se ha podido adoptar el IBR como referencia obligatoria en el mercado.


13. Transformar los programas de educación financiera

que hoy en día se hacen, buscando el correcto entendimiento de los inversores sobre sus derechos, obligaciones y riesgos.

Última reflexión

La Misión tiene una excelente oportunidad para revisar el estado del arte de nuestro Mercado de Capitales. Mucho se ha avanzado y eso no puede perderse de vista. A diferencia de la opinión de algunos analistas, la actividad desplegada en materia regulatoria muestra el interés permanente que las autoridades han dado al Mercado de Capitales.

Temas como el tamaño del Mercado de Capitales deseado *vis à vis* de otras formas de financiación local y externa; el papel de los Fondos de Pensiones en el Mercado de Capitales versus su objetivo de lograr que sus afiliados obtengan una pensión,

lo que condiciona los niveles de riesgo en que pueden invertir; o el papel como financiadores en otras actividades como la infraestructura, deberán discutirse considerando las experiencias internacionales y locales. 

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Anif (2018), Mercado de Capitales: diagnóstico y realidades, *Comentario Económico del Día* 22 de octubre de 2018.

Castaño Gutiérrez J. (2018), Construcción de confianza en el Mercado de Valores colombiano, presentación en el 10º Congreso de Asobolsa- BVC.

Córdoba Garcés J.P. y Molina Ungar E. (2018), Elementos para alcanzar el Mercado de Capitales que Colombia necesita: hoja de ruta y desafíos estructurales, Documento CEDE, Universidad de los Andes, 2018.

Fondo Monetario Internacional (2013), “Colombia: Financial Stability Assessment”, IMF Country Report No. 13/50, IMF 2013.

Hernández G. (2018), “Contexto histórico y estabilidad financiera de Colombia en la última década”, en *Regulación y gestión de riesgos financieros: una visión comparada*, Asobancaria, 2018

Laeven L. (2014), The Development of Local Capital Markets: Rationale and Challenges, Working Papers IMF, 2014.

López J.H. (2018), Discurso 10º Congreso de Asobolsa, 2018.

Masciandaro D., Vega R. y Quintyn M. (2011), The Economic Crisis: Did Financial Supervisors Matter?, IMF Working Paper WP/11/261. IMF.2011.

Moreno Jaramillo A. (2018), *La Bolsa en Colombia en el siglo XXI*, 2018.

Mora J.C. (2018), “Fortalecer el Mercado de Capitales, una prioridad” en *La República*, 1º de octubre, 2018.

Puyo Vasco R. (2018), “La propuesta del Ministro”, en *La República*, 28 de agosto, 2018

Revista *Criterio Inversionista* (2018), “Las expectativas del mercado”, 2018.