

Mercado de Capitales en Colombia: Diagnostico y Perspectivas de su Marco Regulatorio

Resumen

Este documento presenta un análisis conciso de los decretos reglamentarios referidos a la Ley 964 de 2005, la cual vino a modernizar el marco regulatorio del mercado de valores en Colombia. Además de su análisis histórico, proveemos una descripción de los respectivos decretos y su justificación. El marco analítico utiliza una taxonomía que incluye: 1) Supervisión, 2) Emisión, 3) Infraestructura y 4) Arquitectura del mercado de valores. Por último, realizamos un breve análisis sobre “lo ganado” en el período 2005-2008, los desafíos hacia el futuro inmediato y señalamos algunos aspectos que requieren correctivos para poder avanzar con mayor celeridad en el desarrollo del mercado de capitales en Colombia, especialmente en las áreas de supervisión y arquitectura institucional.

Trabajo Realizado por ANIF:

Carlos Ignacio Rojas (Vicepresidente)

Alejandro Gonzalez (Investigador)

Diciembre, 2008

Índice

| | |
|--|----|
| Introducción..... | 2 |
| Motivación | 2 |
| Objetivos específicos..... | 2 |
| Metodología y contenido..... | 2 |
| Taxonomía..... | 3 |
| Justificación | 4 |
| Desarrollo | 6 |
| Mercado de Capitales en Colombia..... | 8 |
| Marco Regulatorio | 11 |
| Supervisión y autorregulación del mercado de valores..... | 12 |
| Emisión y oferta pública de valores | 14 |
| Infraestructura del mercado de valores..... | 16 |
| Arquitectura del mercado de valores | 19 |
| Resumen | 23 |
| Potenciales áreas de trabajo | 24 |
| El papel de la Superintendencia Financiera y la regulación | 24 |
| Desarrollo de nuevos mercados | 25 |
| Emisiones..... | 25 |
| El desarrollo de la banca universal | 26 |
| Conclusiones..... | 27 |
| Bibliografía | 28 |

Introducción

Motivación

Diferentes estudios sobre la competitividad de Colombia han señalado la necesidad que el país profundice su mercado de capitales. Desde el año 2005, ha habido algunos avances importantes en el marco regulatorio del mercado de capitales. Dentro de dichos avances, se encuentra la consolidación de la supervisión en la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC). El cambio en el marco regulatorio se ha dado por medio de leyes, decretos, y normas reglamentarias.

Así, para entender todo el entorno regulatorio en el cual está enmarcada la actividad del mercado de capitales, es indispensable hacer una caracterización de este conjunto de normas de diferente jerarquía, en especial aquellas que han sido emitidas desde 2005.

Objetivos específicos

Para poder entender el marco regulatorio, es necesario hacer una caracterización de los diferentes decretos que hacen parte de este marco. Por ello, este estudio tiene como objetivo clasificar las leyes y decretos relacionados con el mercado de capitales, describir brevemente su razón de ser y un comentario evaluativo del mismo. Este comentario debe analizar si la norma contenida en éstos está bien orientada, es coherente con las demás normas, y tiene alta probabilidad de implementación. Dentro de este análisis crítico, toca resaltar si hay algunas áreas sujetas a mejorar, ya sea desde el marco regulatorio, o desde sus posibilidades reales de implementación.

Metodología y contenido

El análisis contenido en el documento parte de estudiar el mercado de valores bien como un árbol con ramificaciones que debe “vestirse” o como el establecimiento de “casa de banquetes financieros”. En este último caso se requieren cuatro elementos vitales para ofrecer el “menú de alternativas financieras”. El primero se refiere a la *Infraestructura* adecuada, es decir, los cimientos de dicho establecimiento. La infraestructura del mercado de valores corresponde entonces a la construcción institucional necesaria para un funcionamiento apropiado para operar la oferta-demanda del mercado de capitales.

Segundo, también resulta indispensable la *Arquitectura distributiva*, es decir, el los espacios-operativos de dicho mercado. Aquí nos referimos a la *Arquitectura* lógica y operativa del mercado, incluyendo la forma de los contratos, módulos, carteras e instrumentos que sirven de soporte para establecer relaciones claras y definidas entre los diferentes actores de este mercado.

En tercer lugar aparece la *emisión y oferta de valores*, la cual establece las relaciones entre las personas que asisten al “banquete financiero”. En cuarto y último lugar tenemos los temas relativos a la *supervisión y autorregulación*, los cuales se encargan de la vigilancia interna, de tal manera que se den comportamientos ordenados en dicho “banquete”. Este componente describe el papel que cumplen la Superintendencia Financiera y el llamado Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia.

Taxonomía

A continuación, presentamos la clasificación resultante de la propuesta inicial realizada por el Banco Mundial, a la cual le añadimos algunas reclasificaciones (subrayadas), cuya racionalidad explicaremos mas adelante.

1. Supervisión y autorregulación

- a. Decreto 4327 de 2005: Integración de la Superintendencia Bancaria y de Valores y la creación de la Superintendencia Financiera de Colombia
- b. Decreto 4759 de 2005: Defensor del Cliente del Mercado de Valores
- c. Decreto 1565 de 2006 y Decreto 3516 de 2006: Actividad de Autorregulación del Mercado de Valores
- d. Decreto 3139 de 2006: Organización y funcionamiento del Sistema Integral del Mercado de Valores (SIMEV)
- e. Decreto 4668 de 2007: Proceso de certificación de profesionales del mercado de valores
- f. Decreto 089 de 2008: Estados Financieros
- g. Decreto 1340 de 2008: Inscripción en el Sistema Integral del Mercado de Valores (SIMEV) y valores objeto de negociación en las bolsas de productos agropecuarios, agroindustriales y otros *commodities*
- h. Decreto 2555 de 2008: Procesos de toma de posesión y liquidación forzosa administrativa

2. Emisión y oferta pública de valores

- a. Decreto 850 de 2006: Deroga art. Res. 1200 relacionado con operaciones de remate y martillo
- b. Decreto 1564 de 2006: Oferta pública de valores por emisores extranjeros y sucursales de entidades extranjeras
- c. Decreto 1941 de 2006: Ofertas públicas de adquisición
- d. Decreto 3140 de 2006: Oferta pública de valores emitidos por gobiernos extranjeros, entidades públicas del exterior y organismos multilaterales
- e. Decreto 2177 de 2007: Oferta de valores en el exterior
- f. Decreto 3780 de 2007: Ofertas públicas de valores mediante la construcción del libro de ofertas

3. Infraestructura del mercado de valores

- a. Decreto 3767 de 2005 y Decreto 692 de 2007: Integración de los Consejos Directivos de las Bolsas de Valores
- b. Decreto 700 de 2006: Inversiones en sociedades administradoras de sistemas de compensación y liquidación de divisas
- c. Decreto 1511 de 2006: bolsas de productos agropecuarios, agroindustriales y otros *commodities*, sus miembros y organismos de compensación y liquidación
- d. Decreto 3923 de 2006: Miembros independientes de las juntas directivas de emisores
- e. Decreto 1076 de 2007: Actividad de calificación de riesgos
- f. Decreto 1456 de 2007: Sistemas de Compensación y Liquidación de Operaciones
- g. Decreto 2893 de 2007: Cámaras de Riesgo Central de Contraparte
- h. Decreto 1120 de 2008: Sistemas de negociación de valores y registro de operaciones sobre valores
- i. Decreto 1350 de 2008: Calificación de riesgos
- j. Decreto 1797 de 2008: Efectos tributarios sobre el régimen de las Cámaras de Riesgo Central de Contraparte

4. Arquitectura del mercado de valores

- a. Decreto 4708 de 2005: Operaciones de reporto o repo y operaciones simultáneas
- b. Decreto 1939 de 2006: Operaciones de cumplimiento efectivo
- c. Decreto 4432 de 2006: Operaciones de reporto o repo, simultaneas y transferencia temporal de valores
- d. Decreto 666 de 2007: Cuentas de Margen
- e. Decreto 1802 de 2007: Operaciones preacordadas
- f. Decreto 2175 de 2007: Administración y gestión de Carteras Colectivas
- g. Decreto 2558 de 2007: Oficinas de representación del exterior
- h. Decreto 3032 de 2007: Servicios financieros prestados por sociedades comisionistas de bolsa a través de corresponsales
- i. Decreto 1121 de 2008: Actividad de Intermediación en el mercado de valores
- j. Decreto 1796 de 2008: Operaciones con instrumentos financieros derivados y productos estructurados

Justificación

Cada una de las normas fue analizada de acuerdo a su temática particular y teniendo en cuenta la clasificación inicial sugerida por el Banco Mundial. A continuación explicaremos las razones que nos llevaron a realizar las siguientes reclasificaciones, antes señaladas:

- Decreto 4759 de 2005: Defensor del Cliente del Mercado de Valores. Este aparecía inicialmente como una norma que regula la actividad de intermediación. No obstante, consideramos que su temática se relaciona más con la actividad de supervisión y regulación, ya que allí se canalizan las quejas de los usuarios

financieros. Dicha regulación, hasta la fecha, busca solucionar “amigablemente” las disputas que surgen con la clientela. Prospectivamente hablando, este tema está ganando gran relevancia, dado que en la actual reforma financiera se están buscando mecanismo que serían claramente “menos amigables” con el mercado.

- Decreto 850 de 2006: Deroga art. Res. 1200 relacionado con operaciones de remate y martillo. Este deroga las condiciones establecidas para el remate público de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores, asimilándose al marco regulatorio provisto por el Decreto 1941 de 2006. Conceptuamos entonces que este debe reclasificarse dentro de la rama de Emisión y Oferta Pública de Valores.
- Decreto 1076 de 2007: Actividad de calificación de riesgos y Decreto 1350 de 2008: Calificación de riesgos. Ambos decretos regulan la actividad de las firmas calificadoras de valores, cuyo objetivo es reducir las asimetrías de información respecto a los valores de mercado. Nos parece que este tema queda mejor clasificado bajo el rubro de firmas que ayudan a proveer infraestructura al mercado.
- Decreto 4708 de 2005: Operaciones de reporto o repo y operaciones simultáneas. Corresponde a una de las actividades que se pueden realizar al interior del mercado de valores. El Decreto regula cuál debe ser el precio de la operación y las características de su transferencia. Por eso es conveniente analizarlo desde la perspectiva de la Arquitectura del mercado de valores.
- Decreto 1939 de 2006: Operaciones de cumplimiento efectivo. Se reglamenta el plazo de las operaciones de cumplimiento efectivo. Sus características hacen que concurren en las operaciones las bolsas y cada una de las partes involucradas en la operación. De allí que su pertenencia es mas afín con el tema de Arquitectura de mercado.
- Decreto 4432 de 2006: Operaciones de reporto o repo, simultaneas y transferencia temporal de valores. Deroga el Decreto 4708 de 2005.
- Decreto 666 de 2007: Cuentas de Margen. Estas cuentas son contratos para operaciones de compraventa de valores. Son diseñadas especialmente para el desarrollo del mercado de derivados. De allí que sea importante estudiarlo como parte de la Arquitectura del mercado de valores.
- Decreto 1802 de 2007: Operaciones preacordadas. Se regula la posibilidad de acordar operaciones sobre valores antes de su entrada al módulo de negociación, siempre y cuando no obstaculice la libre concurrencia y la entrada de participantes al mercado.

- Decreto 2175 de 2007: Administración y gestión de Carteras Colectivas. Establece las características de las carteras de administración colectiva de recursos con resultados igualmente colectivos. Es uno de los instrumentos del mercado, de modo que cabe analizarlo como parte de su Arquitectura.
- Decreto 2558 de 2007: Oficinas de representación del exterior. Regula la forma en que emisores del exterior pueden promover servicios financieros en Colombia. De allí que quepa examinarlo como parte de la Arquitectura.
- Decreto 3032 de 2007: Servicios financieros prestados por sociedades comisionistas de bolsa a través de corresponsales. Determina cómo debe funcionar la prestación de servicios financieros en el mercado de valores enfocados a población que no tiene acceso a ellos con facilidad. La regulación de los corresponsales tiene en cuenta que ellos no representan asesores financieros ni tienen responsabilidad sobre los contratos. Conforme a esto, forma parte de la Arquitectura del mercado de valores.
- Decreto 1121 de 2008: Actividad de Intermediación en el mercado de valores. Este Decreto detalla cuidadosamente las responsabilidades que corresponden a cada jugador en la actividad de intermediación: al inversionista de acuerdo a su experiencia; a las actividades y operaciones que se pueden realizar; y a las firmas de intermediación frente a su propio portafolio y al de sus clientes. Por lo tanto, se debe analizar como parte de la estructura lógica del funcionamiento del mercado de valores.
- Decreto 1796 de 2008: Operaciones con instrumentos financieros derivados y productos estructurados. Se reglamentan las operaciones en el mercado de derivados, estableciendo los riesgos potenciales y cómo deben responder las instituciones ante estas operaciones, particularmente la Cámara de Riesgo Central de Contraparte. De allí que quepa reclasificarlo a la luz de la Arquitectura del mercado.

Desarrollo

Retomando el símil del árbol otoñal que debemos re-hojar, consideramos que las ramificaciones básicas planteadas inicialmente por el Banco Mundial resultan adecuadas para entender la legislación del mercado colombiano de valores. Sin embargo, las ramas de Intermediación; la de Operaciones y Contratos del Mercado de Valores (Regulación Prudencial) y la de Administración de Carteras Colectivas aceptan algunas variantes. En lo relativo a la Intermediación se terminaron mezclando temas relativos a Operaciones, Contratos del Mercado, Emisión y Oferta Pública de Valores. Adicionalmente, la rama de Administración de Carteras Colectivas se traslapa con la de Operaciones y Contratos del Mercado.

Después de haber examinado este tema de adecuada “clasificación de las ramas” de nuestro árbol del mercado de capitales en Colombia o la “estructura” de nuestra casa de “banquetes financieros”, el siguiente paso consiste en realizar comentarios mas detallados a dichos decretos, relativos a objetivos, aplicabilidad y eventuales enmiendas para asegurar que dicho árbol crezca mas rápidamente y de forma frondosa.

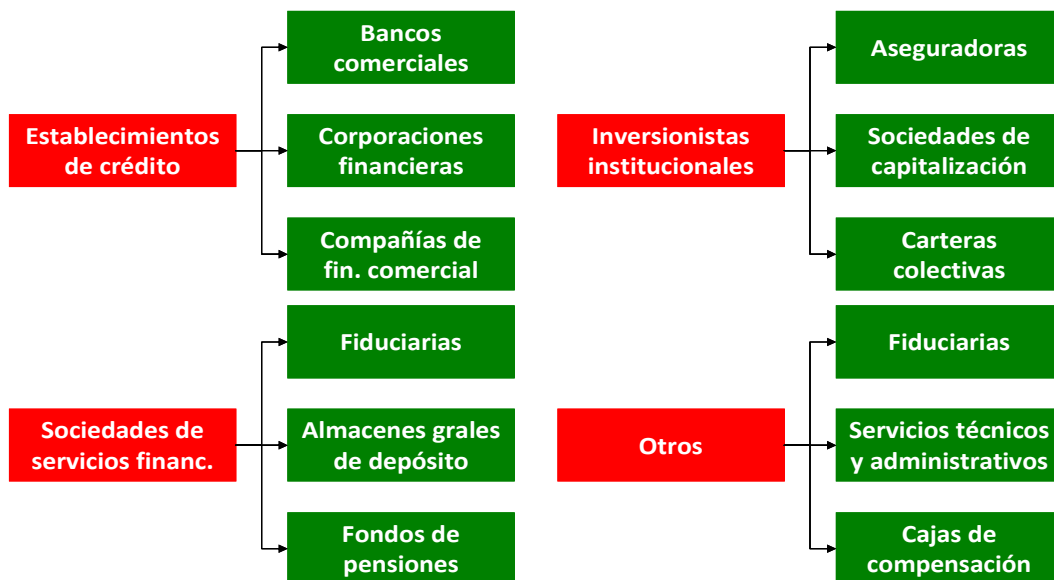
Mercado de Capitales en Colombia

El mercado de capitales colombiano se ha ido desarrollando lentamente debido a su larga transición de país pobre (1950-1970) a país de ingreso medio (1980-2000) y a la falta de un marco regulatorio bancario, financiero y de valores adecuado para sus diversas etapas. Desde 1870, con el desarrollo de la banca libre, Colombia ha experimentado alta volatilidad cambiaria y financiera. Durante los años 1923-1960, el Banco de la República jugó un papel central en el ordenamiento financiero, pero fue durante las décadas de 1980-2000 que el país logró organizar un marco regulatorio que pudiera acompañar de mejor forma la emisión de títulos de deuda pública (principalmente). En particular, han sido cruciales las tareas adelantadas por el Ministerio de Hacienda, tanto como regulador como supervisor financiero y del mercado de valores.

Recientemente, se han venido desarrollando los dos puntales de cualquier sistema financiero: el mercado de intermediación y el mercado de valores. En Colombia, el mercado de intermediación corresponde a los establecimientos de crédito, las sociedades de servicios financieros, y los inversionistas institucionales. Las instituciones más grandes, según volumen de activos, vienen dadas por las entidades de crédito (bancos).

Sin embargo, los fondos de pensiones y cesantías han ido adquiriendo gran importancia durante los años 1995-2008, en la medida en que dichos recursos pasaron de representar un 3% del PIB a cerca del 17% del PIB. Entre tanto, la relación cartera/PIB se ha estancado a niveles de 35%-40% por cuenta de las crisis financieras (siendo la más grave la hipotecaria del período 1998-2001). La estructura del mercado de intermediación en Colombia se describe en la Figura 1.

Figura 1: Estructura básica del mercado de intermediación colombiano



Fuente: Fradique-Méndez (2008)

El segundo segmento, el mercado de valores, canaliza los recursos de los agentes con superávit de recursos hacia los inversionistas a través de instrumentos financieros de mayor complejidad, aprovechando la estructura de capital de las propias empresas. Así, el mercado de valores puede dividirse en cuatro agentes conforme a su función al interior del mercado: 1) los *emisores*, que buscan captar recursos del público a través de la emisión de valores; 2) los *intermediarios*, que sirven de puente entre los inversionistas y los emisores; 3) los *proveedores de infraestructura*, que dan soporte a las actividades y operaciones en el mercado; y 4) los inversionistas, que son los que ofrecen sus recursos con fines de inversión de largo o corto plazo (componente especulativo). La estructura del mercado de valores se describe en la Figura 2.

Figura 2: Estructura del mercado de valores



Fuente: Fradique-Méndez (2008)

El interés por desarrollar el mercado de valores ha sido una constante en Colombia. Desde 1971 y prácticamente sin pausas, se han realizado foros de discusión académica, incluyendo al gobierno y al sector financiero, siendo uno de los más destacados el conocido “Simposio del Mercado de Capitales”. Los simposios de los años ochenta sugerían que, a pesar de los avances académicos, las emisiones primarias y la bursatilidad de papeles del sector privado continuaban siendo bajas. La conclusión más recurrente era:

“Jugaban en contra tres factores que estructuralmente han impedido un desarrollo profundo del mercado de capitales en Colombia: 1) el deseo de mantener un control “cerrado” de las firmas (miedo a socios desconocidos); 2) el manejo discrecional contable y tributario de muchas firmas con gran tradición familiar; y 3) la falta de transparencia y de buen Gobierno Corporativo.”(Anif, 2007a).

En 1993, y como parte de una serie de reformas estructurales, se expidió la Ley 35 de 1993, estableciendo, por primera vez, un esquema legal para el sistema financiero. Dada la preponderancia del mercado de intermediación, Colombia avanzó en la profundización bancaria a través del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero (EOSF), es decir, el Decreto 663 de 1993. Este Estatuto se reglamentó mediante la Circular Externa 100 de 1995, emitida por la entonces Superintendencia Bancaria. Se vio entonces que el mercado de valores también requería un impulso y se convocó una Misión del Mercado de Capitales, concluyéndose la urgencia de avanzar en aspectos regulatorios, institucionales y estructurales del mercado de capitales.

La crisis hipotecaria de 1999-2002 causó una paralización del dicho proyecto sobre profundización del mercado de valores, dada la urgencia de actualizar la legislación del mercado de vivienda en Colombia, entre otros aspectos (Estatuto Financiero - Ley 510 de 1999). Con la llegada del nuevo milenio y con la integración de las tres bolsas regionales bajo el manto de la Bolsa (única) de Valores de Colombia (BVC) en el año 2001, se logró revivir el interés por el desarrollo del mercado de capitales. Para entonces, la independencia del Banco de la República y su relativo éxito en el control de la inflación permitían pensar en mercados financieros de larga duración.

Marco Regulatorio

La legislación del mercado de valores hoy está referida a la Ley 964 de 2005. Anteriormente, el mercado de capitales colombiano era poco profundo (bursatilidad de 49% del PIB en 1997) y las nuevas empresas no estaban interesadas en la emisión de acciones. Era notoria la ausencia de normas concretas sobre gobierno corporativo y poco se hablaba de la autorregulación. Tampoco existían leyes que promovieran los derechos de los accionistas minoritarios, la competencia o la transparencia del mercado.

La Ley 964 de 2005 es entonces una respuesta a muchos de esos problemas, buscando proveer una estructura única de regulación, dando estabilidad jurídica y reglamentando las actuaciones del Gobierno en el mercado de valores. Adicionalmente, dicha Ley dispone el fortalecimiento institucional de la infraestructura del mercado, creando nuevas entidades. En particular, se desarrollan: 1) las “cámaras centrales de riesgo de contraparte”; 2) se mejora el esquema de autorregulación y 3) se abrió la posibilidad de fusionar las entidades de supervisión y vigilancia del Gobierno, con el fin de lograr una mejor coordinación y armonizar el marco regulatorio.

En consecuencia, la Ley 964 de 2005 adopta gran parte de las recomendaciones emitidas por la OCDE en términos de gobierno corporativo en las empresas, incluidas las instituciones proveedoras de infraestructura. También incluye las disposiciones de la Organización Mundial de las Comisiones de Valores, IOSCO, sobre cómo se deben regular los mercados de valores. Todo ello va en la dirección de lograr la protección de los derechos de los inversionistas, la promoción del desarrollo y la eficiencia del mercado, la prevención y el manejo del riesgo sistémico y la preservación del buen funcionamiento, la justicia y la integridad del mercado, reforzando la confianza del público en las instituciones financieras.

Este documento analiza la normatividad derivada de la Ley 964 de 2005, que entrega al Gobierno la potestad de reglamentar las disposiciones concernientes a la intervención en el mercado, los reglamentos de operación de los proveedores de infraestructura y los detalles de la arquitectura institucional del mercado. Esta primera sección corresponde a esta introducción. La segunda analiza las normas referentes a la supervisión y la autorregulación del mercado. La tercera sección examina los decretos referentes a la emisión y oferta de valores, mientras la cuarta estudia la reglamentación de los proveedores de infraestructura en el mercado. La quinta sección analiza la arquitectura institucional del mercado. Y, finalmente, en la sexta, se enuncian las conclusiones.

Supervisión y autorregulación del mercado de valores

La filosofía esencial de la regulación del mercado de capitales es la consecución de un sistema financiero eficiente, que sea capaz de canalizar el ahorro hacia la inversión con bajos costos de transacción. Uno de los puntos fundamentales trazados desde la expedición de la Ley 964 de 2005 es la definición de una regulación y supervisión eficaz que proteja al inversionista y construya un marco institucional idóneo sobre el cual se consolide la confianza de los agentes en el mercado. En ese sentido, la aplicabilidad de las normas a través de instituciones fuertes es uno de los temas clave a la hora de cerrar las brechas y eliminar el arbitraje regulatorio que existía antes de la nueva legislación.

- **Decreto 4325 de 2005:** unifica los entes reguladores: la Superintendencia Bancaria de Colombia con la Superintendencia de Valores. La Superintendencia Bancaria de Colombia fue creada en 1923 junto con el Banco de la República (banco central) con el objetivo de unificar la supervisión bancaria y promover la estabilidad en el mercado de intermediación, siguiendo el ejemplo de la Ley de la Reserva Federal de Estados Unidos de 1913. Por otro lado, la Superintendencia de Valores fue fundada en 1979 (como la Comisión Nacional de Valores) con el propósito de regular el mercado bursátil en Colombia.

El surgimiento de nuevos instrumentos financieros y la capacidad ampliada de los agentes del mercado financiero de realizar operaciones que no estaban completamente reguladas implicaron un creciente arbitraje regulatorio. En ese sentido, este Decreto contempla la necesidad de reorganizar las autoridades regulatorias en un solo ente administrativo, de modo que se consolidara una unicidad regulatoria clave para generar transparencia y fortaleza decisoria ante conductas de mercado poco transparentes o que atentaran contra la integridad de los inversionistas o del mercado.

- **Decreto 4759 de 2005:** regula lo referente al Defensor del Cliente en las entidades del mercado de valores. Antes de esta regulación, sólo ciertos agentes en el sistema financiero, particularmente los bancos, estaban obligados a tener un Defensor del Cliente. El Congreso, a través de la Ley 965 de 2005 artículo 22, ordena al Gobierno regular las funciones del Defensor del Cliente para los miembros de las bolsas de valores y las administradoras de fondos de inversión.

Esta regulación apuntaló uno de los pilares de los mercados de capitales modernos: el inversionista debe estar protegido y su voz debe ser escuchada para que la confianza sea el fundamento de las relaciones entre los agentes. El Decreto es entonces claro en separar las funciones del Defensor del Cliente de las del resto de la institución, ofreciendo credibilidad a su labor de amigable componedor sin mediar decisiones jurídicas de por medio. El Defensor del Cliente queda

entonces como una “primera instancia” para promover conciliaciones razonables antes de que la Superintendencia Financiera entre a dirimir el problema.

- **Decreto 1565 de 2006 y Decreto 3516 de 2006:** determinan todas las funciones de autorregulación del mercado de valores. Previo a este decreto, las funciones normativas, disciplinarias y de supervisión recaían sobre las bolsas de valores. La emisión de esta normatividad provee un marco ético autónomo al funcionamiento del mercado a través de la autorregulación y le permite mayor movilidad y capacidad de actuación a la regulación del mercado de valores.

Este Decreto es el resultado de entender que el mercado de valores tiene una dinámica continua a la que el regulador no siempre es capaz de responder en el momento más adecuado. La Superintendencia Financiera deriva entonces parte de sus funciones en el autorregulador, buscando mayor efectividad y control sobre los comportamientos de los agentes del mercado, respondiendo a través del consenso a las innovaciones a las que la Superintendencia reconocería más lentamente por carecer de los medios. El desarrollo del autorregulador fundamenta la disciplina y la normatividad de la regulación en un marco de transparencia e independencia respecto de los agentes que negocian en cada momento en el mercado.

- **Decreto 3139 de 2006:** dirigido a corregir carencias de información, lo que vulneraba la capacidad de supervisar efectivamente a las entidades involucradas en el mercado de valores. Adicionalmente, dentro del mismo registro no sólo se encontraban valores y emisores, sino también intermediarios, lo que generaba falta de transparencia y desorden en la información disponible.

Este decreto modifica la Resolución 400 de 1995 de la Sala General de la Superintendencia de Valores en todo lo relacionado a la transmisión de información, reglamentando la parte referente al Sistema Integral de Información del Mercado de Valores (SIMEV) de la Ley 964 de 2005 (artículo 7). Así, el Decreto determina toda la información que deben entregar los emisores de valores, de acuerdo al mercado en que se transen y la condición en que se encuentren. Las exigencias de información se hacen mucho más fuertes y se busca consolidar las prácticas transparentes y la transmisión de información sobre los activos financieros que se ofrecen y circulan.

- **Decreto 4668 de 2007:** busca profesionalizar a los agentes del mercado, ante la percibida falta de profesionalismo y de idoneidad entre los agentes del mercado. Antes de la expedición de este Decreto, no existía una correcta asesoría de inversión ni conocimientos fundamentados de las actividades que se realizaban alrededor de los instrumentos de inversión. La Ley 964 de 2005 hace eco de la necesidad de profesionalizar el mercado y de mantener un estándar de calidad en las actividades del sistema.

Este Decreto reglamenta ese rasgo de la Ley: se regulan las funciones de los organismos de certificación de profesionales y se determina que los exámenes deben realizarse cada dos o tres años (dependiendo de la capacidad del organismo de certificación) para las personas involucradas en ciertas actividades inherentes al mercado de valores, evaluando los conocimientos generales y particulares al área de trabajo. Asimismo, se determina cómo debe funcionar el banco de preguntas para los exámenes y cómo proceder en caso de que los agentes hayan sido sancionados.

- **Decreto 089 de 2008:** reglamenta en qué casos la Superintendencia Financiera debe pronunciarse sobre los estados financieros de las entidades que vigila, particularmente en casos de toma de posesión, falta de aprobación en asamblea de accionistas de los estados financieros, modificaciones a su estructura organizacional (fusiones, adquisiciones, cesiones, etc.), o deterioro patrimonial.
- **Decreto 1340 de 2008:** clarifica la definición de valor para los activos agropecuarios, agroindustriales o bienes primarios. En la Ley 964 de 2005 se definió valor como un derecho de naturaleza negociable para captar recursos del público. La amplitud de la definición permite también incluir a los activos financieros de carácter agropecuario, agroindustrial o de bienes primarios.

Este Decreto cierra una de las brechas más importantes en la regulación del mercado de capitales en Colombia: los valores de subyacente agro y de bienes primarios. En ese sentido, el Decreto reglamenta la inscripción de los valores en el Registro Nacional de Valores y Emisores, las titularizaciones sobre productos agropecuarios y cómo pueden proceder las negociaciones de este tipo de títulos en el mercado con el objetivo de promover la transparencia.

- **Decreto 2555 de 2008:** subsana los vacíos referentes a la gestión de entidades que han sido tomadas en posesión por parte del supervisor. La Ley 964 de 2005 estableció el marco sobre el cual se debía tomar posesión de un organismo vigilado, pero se había dejado un espacio vacío sobre quién debía encargarse de gestionar la entidad tras la toma de posesión. Este decreto corrige esa carencia entregando esa función al Fondo Nacional de Garantías Financieras (Fogafín), que debe nombrar al gerente y al liquidador y hacer seguimiento de cada uno de ellos sin perjuicio de las responsabilidades que les quepa ante la Superintendencia Financiera.

Emisión y oferta pública de valores

La oferta de valores juega un papel fundamental en la profundización de los mercados de capitales. La regulación debe garantizar la transparencia y la generación de prácticas

estándar que faciliten el desarrollo de las emisiones y su éxito en el sistema. Es clave entonces delimitar y establecer cuáles deben ser las prácticas para evitar los arbitrajes regulatorios, el detrimento de los accionistas e inversionistas y la transmisión de información prohibitivamente costosa.

- **Decreto 850 de 2006:** elimina la necesidad de inscribir los valores objeto del martillo en una bolsa de valores con antelación no inferior de 6 meses a la fecha de celebración del martillo, derogando un párrafo de la Resolución 1200 de 1995. En este artículo se entrega a las bolsas de valores la autorización para realizar los martillos. Los martillos son subastas inglesas en las que se busca adquirir grandes cantidades de acciones maximizando el precio.
- **Decreto 1564 de 2006:** establece las condiciones que deben tener las emisiones, particularmente aquellas establecidas para defender los derechos de los tenedores colombianos de cara al emisor y la responsabilidad de los emisores. Así, el Decreto pone las reglas de juego: obliga proveer la máxima información en el prospecto de la emisión y hacer remisión de sus detalles a la Superintendencia Financiera de Colombia. Previo a la emisión de este Decreto, no existía una norma que regulara la emisión de valores del exterior para ser transados en el mercado colombiano.
- **Decreto 1941 de 2006:** crea un espacio para la protección de los accionistas minoritarios en los procesos de oferta pública de adquisición. Éstas corresponden a la adquisición de más del 25% de las acciones con derecho a voto de una sociedad cuyas acciones se encuentren inscritas en una bolsa de valores. La novedad de las ofertas públicas de valores consiste en la defensa de los accionistas minoritarios, el mismo espíritu que motivó la regulación de gobierno corporativo tanto en los proveedores de infraestructura como al interior de las instituciones del mercado.

La defensa de los derechos de los minoritarios viene a través del mecanismo *tag along*, es decir, cuando el oferente adquiere más del 90% del capital con derecho a voto de la sociedad, los propietarios que tengan una posición de al menos el 1% podrán exigir que el adquirente realice una oferta pública de adquisición por el remanente de las acciones con derecho a voto. Este mecanismo es uno de los pilares de la nueva regulación que busca ofrecer confianza a los inversionistas minoritarios, así como defender sus derechos.

- **Decreto 3140 de 2006:** al igual que las emisiones de entidades privadas del exterior, este Decreto establece cuáles deben ser las reglas para que las emisiones de gobiernos extranjeros o entidades públicas del exterior ofrezcan sus valores en el mercado colombiano. De este modo, se establece la reciprocidad de la negociación con el país objeto de la emisión, la defensa de los inversionistas colombianos de cara a la cancelación de las obligaciones y la necesidad de

calificar su riesgo ante un organismo calificador de valores reconocido por la Superintendencia Financiera de Colombia.

- **Decreto 2177 de 2007:** reglamenta las emisiones que se ofrezcan en el exterior y en Colombia. Aquí se obliga a aquellas sociedades a solicitar la autorización de la oferta en Colombia ante la Superintendencia Financiera y se obliga a aquéllas que sólo tengan emisiones ofrecidas en el exterior a cumplir con las disposiciones tributarias, cambiarias y de inversiones dispuestas en el país.
- **Decreto 3780 de 2007:** regula la oferta pública de valores a través del libro de ofertas, que consiste en una suerte de pre-mercadeo de valores, determinando el precio, la distribución y asignación de los valores a emitir y el tamaño de la emisión. El objetivo es determinar el éxito de la potencial emisión de valores sin necesidad de vulnerar la emisión anterior y con la posibilidad de reversar la decisión de emisión. La Superintendencia Financiera se obliga a revisar el prospecto de la emisión a través del libro de ofertas, buscando que se respete el orden de asignación y las condiciones que se prometieron al iniciar el proceso. Al igual que varios de los decretos anteriores, esta normatividad es relativamente novedosa en Colombia.

Infraestructura del mercado de valores

La experiencia internacional ha demostrado que los mercados que garantizan la transparencia y la solidez institucional son los que consiguen una mayor profundización. La reforma a la estructura legal y de gobierno corporativo en el mercado de valores busca cimentar y fortalecer la confianza al interior del mercado, propendiendo por una infraestructura independiente, un tratamiento equitativo entre los actores del mercado y la revelación oportuna de información relevante. En este sentido, la regulación de la infraestructura del mercado de valores en Colombia es consciente de las recomendaciones de la OCDE respecto a gobierno corporativo en América Latina y de las recomendaciones de la Organización Mundial de las Comisiones de Valores, IOSCO.

- **Decreto 3767 de 2005 y Decreto 692 de 2007:** regula la composición de las juntas directivas de las bolsas de valores. Esta materia, que antes no estaba regulada, pone de relieve la necesidad de nombrar miembros de junta directiva que sean independientes a los miembros de la bolsa o a su aparato administrativo. De esta manera, se logra alinear los incentivos de la sociedad en general con los de la institución. Los decretos determinan que al menos el 40% de los miembros de junta deben ser independientes y establece las condiciones para que el miembro sea considerado como tal.

- **Decreto 700 de 2006:** regula la creación de los sistemas de compensación y liquidación de divisas. Previo a este Decreto, no existía en Colombia un mecanismo que permitiera compensar y liquidar divisas al interior del mercado de valores. La Ley 964 de 2005 establece la posibilidad de organizar instituciones que compensen y liquiden divisas, dejando a potestad del Gobierno su regulación a la luz de las disposiciones de política cambiaria que establezca el Banco de la República. El Decreto formaliza la regulación de estos mecanismos y los sujeta a las disposiciones de la Superintendencia Financiera de Colombia.
- **Decreto 1511 de 2006:** organiza la constitución de bolsas de bienes y productos agropecuarios y de otros bienes primarios que no estaban bajo el espectro completo de la regulación financiera en Colombia. La definición de valor proveyó no sólo seguridad jurídica a las negociaciones, sino que corresponde al marco general de la intervención del Estado en las actividades propias del mercado. Las bolsas de productos agropecuarios entran como proveedores de infraestructura al mercado de valores y este Decreto reglamenta su constitución a la luz de la nueva normatividad.

El Decreto estipula el objetivo de las bolsas a la hora de proveer condiciones suficientes de transparencia, honorabilidad y seguridad, además de organizar y mantener el mercado público de activos agropecuarios, agroindustriales y de otros bienes primarios. El Decreto dicta entonces toda la normatividad sobre los reglamentos, el cobro de comisiones, el funcionamiento de las operaciones de terceros y por cuenta propia al interior del mercado bursátil de bienes primarios, las reglas de conducta, la prestación de asesorías y las facultades de los miembros al interior de la bolsa.

- **Decreto 3923 de 2006:** facilita el acceso de los miembros independientes en las juntas directivas de los emisores de valores. Junto con las disposiciones de gobierno corporativo de las bolsas de valores, la normatividad también propende por disposiciones que incrementen la confianza del público inversionista en el mercado de valores y la introducción de los conceptos de eficiencia y competitividad en las empresas colombianas.

Aquí se determina cómo debe ser la elección de los miembros independientes en los emisores, de acuerdo con el peso electoral de cada representante y la condición de cada uno de los miembros de junta. Adicionalmente, se establecen los requerimientos de independencia que deben tener los miembros independientes de las juntas directivas.

- **Decreto 1076 de 2007:** profundiza la reglamentación sobre las entidades calificadoras de riesgos. La Resolución 400 de 1995 había determinado cómo debían funcionar los organismos dedicados a la calificación de riesgos. Sin embargo, a la luz de la nueva regulación y de los mayores requisitos para hacer parte del mercado de valores en Colombia, las entidades dedicadas a la

calificación de riesgos deben cumplir con exigencias más estrictas de profesionalismo, independencia y transparencia para ejercer su actividad.

Así, el Decreto regula todo lo referente a cuál debe ser el objeto social de las entidades calificadoras de riesgo, qué valores pueden calificar, cómo pueden ejercer su actividad de calificación y las limitaciones que tienen, bajo su objeto social, a sus relaciones con los agentes del mercado de valores. Se les obliga a hacer revisiones periódicas así como a hacer seguimiento a las entidades que han recibido su calificación.

- **Decreto 1456 de 2007:** determina quiénes pueden administrar sistemas de compensación y liquidación de valores. Los avances tecnológicos de los últimos años han facilitado la entrada de sistemas automatizados de compensación y liquidación de valores. El Estado, en razón de su condición como garante de la estabilidad y la seguridad de los mercados financieros, es consciente de estos desarrollos y considera fundamental velar por la capacidad y la efectividad de estos nuevos sistemas de compensación y liquidación, evitando el detrimento de los inversionistas debido a la vulnerabilidad de estos sistemas.

Por otro lado, se les ordena el contenido mínimo general de su reglamento y el principio de finalidad en las operaciones realizadas. Anteriormente, las operaciones podían ser anuladas a pesar de que se habían pactado en el mercado, lo que introducía un elemento grave de inestabilidad e inseguridad sobre el mercado bursátil. Con este Decreto se rompe con esta tendencia y se obliga a cada uno de los participantes a dejar en firme sus posiciones, ejecutando las garantías que sean necesarias para mantener la consistencia en el mercado.

- **Decreto 2893 de 2007:** pone la infraestructura necesaria para el desarrollo de los instrumentos derivados al abrir la posibilidad de fundar cámaras de riesgo central de contraparte. Uno de los objetivos de la nueva regulación del mercado de valores es fomentar el desarrollo de productos que exploten las posibilidades del mundo financiero para canalizar los recursos de los agentes con excesos de ahorro a aquellos con necesidades de inversión.

Por lo tanto, en el Decreto se establece cuál debe ser el régimen societario de las cámaras de riesgo central de contraparte, su inscripción en el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores y el capital suscrito y pagado que debe tener como mínimo, teniendo conciencia de la capacidad de la cámara de riesgo central de contraparte de actuar como contraparte de las dos puntas en negociación en el mercado de derivados. Aquí se definen las condiciones de gobierno corporativo, independencia y la forma de sus reglamentos comunes a los proveedores de infraestructura y a los emisores de valores.

- **Decreto 1120 de 2008:** regula los aspectos referentes a los reglamentos de los sistemas de negociación, los deberes de sus administradores, la seguridad

informática que deben tener y la transparencia al interior de los sistemas. Al igual que los sistemas de compensación y liquidación de valores, los sistemas de negociación también se han automatizado, de modo que se hizo necesario dictar las normas para garantizar un monitoreo adecuado y una administración idónea que impida la afectación de los intereses de los inversionistas o la interrupción abrupta de las negociaciones. De este modo, regula cambios resultantes del progreso tecnológico del mercado.

- **Decreto 1350 de 2008:** impone condiciones para las entidades calificadoras de riesgos. Al igual que para la calificación de valores, para la calificación de riesgos es necesario seguir unos requisitos más estrictos en comparación con los que existían antes de la Ley 964 de 2005. Las entidades están obligadas a inscribirse en el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores y tienen, al igual que las calificadoras de valores, la obligación de actuar independientemente de los valores calificados, impidiendo la inversión en esos activos y prohibiendo las conductas que atenten contra la transparencia de las transacciones en el mercado de valores.
- **Decreto 1797 de 2008:** concede la neutralidad tributaria y se determina el cobro de impuestos a las contrapartes, no a la cámara central de riesgo de contraparte. Uno de los rasgos fundamentales de estas cámaras es la administración de grandes cantidades de recursos procedentes de las garantías que depositan los agentes que participan en el mercado. Este Decreto fue dictado para impedir que la autoridad tributaria colombiana, la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN) cobrara impuestos (particularmente Retención en la Fuente) sobre los dineros en administración por las cámaras.

Arquitectura del mercado de valores

Uno de los temas fundamentales del mercado de capitales es apuntalar una estructura apropiada para el sistema, regulando cuáles son las operaciones que se pueden desarrollar y cómo se ejecutan en un ambiente que provee seguridad y pertinencia. La arquitectura del mercado de valores alcanzada a través de la Ley 964 de 2005 cierra las brechas abiertas por años de desarrollo del sistema financiero y por las condiciones particulares de Colombia como un país en vías de desarrollo.

- **Decreto 4708 de 2005 y Decreto 4432 de 2006:** reglamentan las operaciones de reporto o repo, las operaciones simultáneas y las de transferencia temporal de valores. Estas operaciones no estaban reglamentadas en la normatividad colombiana y, el segundo decreto, que deroga al primero, tiene unas disposiciones amplias y concretas sobre cómo deben funcionar cada una de las operaciones.

Los repos (*repurchase agreement* en inglés) y las simultáneas son contratos de compraventa de valores con el compromiso de recomprarlos a la vuelta de un período pactado no superior a un año. La diferencia, establecida por la regulación, es que en los repos se pueden sustituir unos valores por otros, mientras que en las simultáneas no está permitido. El Decreto reglamenta las características que tendrá cada una de las operaciones y su negociación en el mercado. Por otro lado, las transferencias temporales de valores corresponden a una suerte de préstamos de valores a cambio de otros de igual valor con el objeto de retransferirlos antes de la fecha pactada. Este Decreto regula, además, las disposiciones en caso de incumplimiento.

- **Decreto 1939 de 2006:** regula las operaciones de cumplimiento efectivo sobre acciones o títulos de renta fija, uno de los instrumentos derivados establecidos en la regulación. Aquí se le entrega la potestad de determinar el plazo de cumplimiento de las operaciones de cumplimiento efectivo a las bolsas de valores y se establece la imposibilidad de aplazar el cumplimiento de las operaciones más allá del límite ofrecido por las bolsas.
- **Decreto 666 de 2007:** limita la posibilidad de invertir a través de las cuentas de margen. Antes de 2006, el mercado de valores en Colombia vivió un espectacular crecimiento impulsado por unos niveles crecientes de seguridad y de reducción del riesgo de la deuda soberana de Colombia a partir de 2002. El mejoramiento en la valoración de los títulos de deuda pública aumentó su demanda y forzó el desarrollo de una burbuja especulativa en el mercado colombiano, en el que los inversionistas tomaron posiciones altamente apalancadas para comprar títulos de deuda del gobierno a través de las llamadas cuentas de margen.

Aquí no sólo se dispone quiénes son los inversionistas que pueden tener una cuenta de margen (conforme a sus recursos), sino que se separa el patrimonio de las sociedades autorizadas para desarrollar cuentas de margen de la cuenta en sí. De este modo, este Decreto llenó uno de los vacíos regulatorios que destruyó el capital de parte de los inversionistas durante la fuerte desvalorización del mercado colombiano en mayo-junio de 2006. Se alinearon los incentivos de las sociedades comisionistas de bolsa con los de los clientes y se evitó que se pusieran recursos de los inversionistas no profesionales en instrumentos de inversión excesivamente riesgosos para su perfil.

- **Decreto 1802 de 2007:** elimina la posibilidad de realizar operaciones preacordadas, es decir, la posibilidad de negociar valores antes de acceder al módulo de negociación del sistema. La reglamentación del sistema financiero pasa por fomentar la libre competencia entre oferentes y demandantes de valores para obtener una relación gana-gana para todas las partes involucradas en las operaciones. Este es quizá el elemento fundamental de la profundización del mercado de capitales.

Este Decreto ha sido una de las reglamentaciones más problemáticas de la legislación del mercado de valores, al poner un freno súbito sobre las operaciones en el mercado bursátil debido a la imposibilidad de pactar por fuera del sistema y poner una carga muy pesada sobre los “creadores de mercado” (*market makers*) de la deuda pública, en la medida en que limitó su capacidad de negociar los títulos fuera del sistema. Al final, este decreto fue moderado con una regulación más integral, contenida en el Decreto 1121 de 2008, comentado más adelante.

- **Decreto 2175 de 2007:** especifica la definición de carteras colectivas, entendidas como mecanismos de inversión de gestión colectiva con resultados igualmente colectivos. Antes de esta norma, éstas no estaban en la regulación colombiana. Si bien existía una referencia a los fondos de capital privado en la Resolución 400 de 1995, la falta de unicidad, la dispersión regulatoria y la poca pertinencia de la regulación impedían un despegue de la industria de las carteras colectivas. La falta de experiencia en un tema que requiere de la reputación y la confianza fue parte del porqué la regulación anterior no logró el desarrollo de estos instrumentos.

Este Decreto delimita la responsabilidad de la sociedad administradora, qué tipo de carteras colectivas se pueden establecer y cuál es su objeto particular. Adicionalmente, dicta disposiciones para reglamentar las participaciones, su tipo y su redención. La necesidad de establecer un contrato que alinee los incentivos de la sociedad administradora con los de los inversionistas y la conformación de los órganos administrativos que evitan los abusos y el enriquecimiento ilícito del administrador son parte importante del Decreto.

- **Decreto 2558 de 2008:** aclara las responsabilidades para instituciones financieras del exterior. A partir de esta norma, las instituciones financieras del exterior y las firmas reaseguradoras tendrán la obligación de abrir una oficina de representación para efectos de la promoción de servicios financieros en Colombia. Asimismo, se establecen claramente las excepciones a este régimen, conforme a su objeto social. En general, este Decreto exige al representante legal de los compromisos sobre los contratos de servicios financieros fuera de Colombia. Se le imputa entonces esa responsabilidad a la institución del exterior, eliminando la inmunidad diplomática como escudo para no responder por las obligaciones contraídas con el público colombiano. De este modo, se le quita al representante en Colombia la habilidad de captar dineros o de servir como institución financiera en el país.
- **Decreto 3032 de 2007:** reglamenta cómo deben funcionar los contratos de corresponsalía, la eliminación de la responsabilidad del corresponsal de ofrecer asesoría en inversiones y la necesidad de los comisionistas de bolsa de preparar adecuadamente a los corresponsales en lo correspondiente a los servicios que ofrece el puesto de bolsa. Asimismo, reglamenta todo lo referente a los conflictos de interés y prohibiciones del corresponsal de captar recursos. Al igual que los

bancos, los puestos de bolsa también pueden ofrecer servicios a través de corresponsales consistentes con su objeto social.

- **Decreto 1121 de 2008:** reglamenta todo lo referente a la actividad de intermediación en el mercado. Si bien este tema ya estaba reglamentado a través de la Resolución 400 de 1995, este Decreto pone de relieve la necesidad de actualizar la regulación, teniendo en cuenta los criterios de transparencia, gobierno corporativo y profesionalismo del mercado que impuso el legislativo al mercado de valores.

El Decreto delimita la necesidad de separar a los inversionistas de acuerdo a su capacidad de inversión y su conocimiento cabal del mercado. Así, los “inversionistas profesionales” cumplen con unos requisitos de patrimonio y de operaciones realizadas en el mercado, mientras que los “clientes inversionistas” constituyen el remanente, a quienes la norma obliga a prestar una asesoría adecuada conforme a su falta de conocimiento del mercado. Adicionalmente, entrega el contrato de corretaje exclusivamente a las firmas comisionistas de bolsa, delimitando las funciones de cada uno de los miembros del mercado. Otro de los puntos fundamentales es la separación clara y estricta entre el patrimonio de la firma comisionista y el dinero de los clientes para dos efectos: primero, evitar que las resoluciones judiciales en contra de la comisionista tomen los recursos de los clientes como propios de la firma; y segundo, desincentivar el uso abusivo de los dineros del cliente en operaciones arriesgadas del portafolio propio de la firma comisionista.

- **Decreto 1796 de 2008:** crea una reglamentación para hacer posibles los derivados. La reglamentación jurídica de los instrumentos derivados y de los productos estructurados en Colombia era inexistente en Colombia, contada excepción de una referencia de la circular externa DODM 144 del Banco de la República, que prohibía derivados diferentes a los de tasa de interés. Esta regulación es un esfuerzo consciente del regulador por fomentar la cobertura de las posiciones de los agentes del mercado, particularmente de los portafolios de los fondos de pensiones y las compañías de seguros.

Este Decreto hace hincapié en los derivados de crédito y la estructuración de productos financieros, reglamentando la calificación de los riesgos y la composición de los portafolios de acuerdo con esa calificación. Adiciona además a la Resolución 400 de 1995 todo lo relacionado con los instrumentos derivados y los productos estructurados, abriendo los reglamentos de inversión de las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia.

Resumen

La principal contribución a la estabilidad de la política macroeconómica ha provenído de la baja inflación durante los años 2000-2008 promediando un 6.5% anual frente al 22% que se tenía como base promedio en las tres décadas anteriores. Ello ayudó a consolidar en el mercado de capitales una curva de deuda pública como referente para el sector privado, incrementando la base de inversionistas institucionales.

A nivel microeconómico y regulatorio, los avances en los últimos años han sido considerables. Entre ellos se encuentran: 1) el desarrollo de una infraestructura institucional y tecnológica; 2) una supervisión unificada; 3) un autorregulador del mercado de valores; 4) una bolsa de valores fusionada (BVC); 5) una titularizadora de crédito hipotecario; 6) la existencia de custodios (Depósito Central de Valores – DCV - y Deceval); y 7) la puesta en marcha de una cámara central de riesgo de contraparte. Todo ello ha contribuido a agilizar las operaciones y a reducir los costos de transacción del mercado de valores.

En el último año se han adelantado iniciativas importantes. Entre ellas se destaca la introducción del Indicador Bancario de Referencia (IBR), un primer paso hacia el desarrollo completo de los derivados de tasas de interés. Adicionalmente se destacan avances regulatorios en los temas de transferencia temporal de valores (TTV), carteras colectivas y flexibilización de los portafolios de inversión de los fondos de pensiones obligatorias. En particular, cabe destacar la reglamentación de las operaciones con derivados (Decreto 1796 de 2008) y el nuevo régimen de intermediación (Decreto 1121 de 2008) que aclara el panorama del mercado mostrador (*over the counter*).

También cabe señalar que se encuentran en proceso dos importantes cambios regulatorios: la valoración de derivados, que se espera elimine o reduzca los obstáculos a la innovación, y la introducción del régimen de multifondos generacionales en las AFP. Este último cambio habrá de permitir no sólo mayores retornos, sino una mejor diversificación del portafolio de largo plazo. Una de las iniciativas más importantes ha sido la de la consolidación del Autorregulador del Mercado de Valores (AMV). Desde finales de 2007 existe un memorando de entendimiento entre la Superfinanciera y el AMV en materia de: normatividad, supervisión, sanciones disciplinarias y certificación del mercado de valores.

Potenciales áreas de trabajo

Después de haber realizado este análisis, encontramos ciertas áreas en las cuales el avance no ha sido tan importante. De allí surgen puntos específicos, sobre los cuales valdría la pena enfocarse para lograr un crecimiento más armónico del árbol del mercado de capitales. Hemos escogido cuatro temas especiales, que detallamos a continuación. En el Cuadro adjunto hace un resumen de los logros tanto en el ámbito regulatorio como en su avance en términos de operaciones.

Cuadro

Grado de avance del mercado de capitales de Colombia

| Tópicos Especiales | Grado de Avance | | | | | |
|--|-----------------|-------|------|-------------|-------|------|
| | Regulación | | | Operaciones | | |
| | Alta | Media | Baja | Alta | Media | Baja |
| 1 Superintendencia Financiera | X | | | | X | |
| 2 Desarrollo Nuevos Mercados (Derivados) | | X | | | | X |
| 3 Emisiones | | X | | | | X |
| 4 Estructura Sector Financiero (Banca Universal) | | | X | | X | |

Fuente: Elaboración propia.

El papel de la Superintendencia Financiera y la regulación

Si bien la nueva estructura de la Superintendencia Financiera ha sido un avance importante y ha zanjado buena parte de los arbitrajes regulatorios, todavía queda mucho por desarrollar, como se anotó anteriormente. Por ejemplo, es clave establecer un organismo regulatorio y de supervisión más independiente del Gobierno, con capacidad técnica y recursos suficientes para ejercer sus labores con equilibrio e imparcialidad. Actualmente, la Superintendencia Financiera depende del Ministerio de Hacienda y su

consejo directivo carece de un poder efectivo independiente más allá de unas reuniones periódicas. En nuestro concepto, es necesario considerar la creación de una comisión de regulación financiera, en la que el Ministro de Hacienda tenga voz y voto, pero en el que comisionados expertos e independientes se dediquen de manera exclusiva a tratar los temas concernientes a la regulación financiera. De este modo, la supervisión queda por fuera de los vaivenes políticos, donde el esquema aplicado a la Junta Directiva del Banco de la Republica constituye un buen antecedente. Por ello, consideramos que en el tema de operaciones, su desarrollo tiene un grado medio de avance.

Desarrollo de nuevos mercados

Uno de los propósitos de la Ley 964 de 2005 fue proveer un marco regulatorio único que facilitara el desarrollo de productos novedosos y su profundización. Los decretos sucesivos han estado bien orientados en esa dirección, además de promover su estabilidad y transparencia. Sin embargo, el tiempo transcurrido indica que el desarrollo en estos productos no se ha dado con el dinamismo esperado, a pesar de que el periodo 2005-2007 fue de auge financiero local e internacional. Esto hace que este tema sea considerado como de “bajo” nivel de avance en el área de operaciones. En nuestra opinión, la falla no está en el marco regulatorio, pues los incentivos parecen estar bien orientados. Por múltiples razones (más culturales que regulatorias) la participación en el mercado de productos derivados (particularmente de crédito) ha sido lenta en Colombia. Ahora, la crisis financiera internacional del período 2007-2008 ha puesto de relieve que los apalancamientos excesivos y las regulaciones laxas son peligrosos en estos frentes. La regulación colombiana seguramente podrá aprender de dichas fallas y continuar impulsando estos mercados, probablemente a un paso más lento, pero también más seguro, en los años 2009-2010.

Emisiones

Uno de los principales problemas del mercado de valores colombiano es la falta de emisiones líquidas y de alto poder bursátil. Adicionalmente, los papeles de deuda privada enfrentan serios problemas de liquidez y precios inestables. Más que a razones regulatorias, la falta de liquidez y negociabilidad de los valores en el mercado se debe a la especie de “canibalismo” de las acciones de las empresas relacionadas con el sector energético (Ecopetrol, ISA e Isagén) frente a las demás acciones del mercado. Adicionalmente, el surgimiento del mercado mostrador (por fuera del módulo de negociación de la bolsa de valores) ha debilitado significativamente la posición de la bolsa en el mercado de valores colombiano. Inclusive los títulos de deuda del gobierno, considerado el mercado más maduro, han sufrido serios problemas de inestabilidad, tan sólo parcialmente atribuible al resurgimiento inflacionario de los años 2006-2008. Buena parte de estos problemas son causados por la falta de conocimiento y aversión de los

empresarios y microempresarios frente a las posibilidades que ofrece el mercado de valores. De allí que, en temas regulatorios el avance sea medio, pero en las operaciones su grado de avance sea bajo, como quedó consignado en el Cuadro.

Adicionalmente, la salida de la bolsa de importantes acciones (Paz del Río, Bavaria, Coltabaco o Colpatria, entre otras) ha debilitado el mercado de renta variable de Colombia durante los últimos tres años. Buena parte de la crisis del IGBC ocurrió antes del colapso internacional (2007-2008) y de allí la importancia de hacer un diagnóstico más profundo sobre los factores locales que menguan la emisión de acciones, que usualmente han estado relacionados con problemas de: 1) miedo a asociaciones frente a accionistas desconocidos; 2) baja cultura frente al “gobierno corporativo”; y 3) manejos de tipo tributario.

El desarrollo de la banca universal

Durante el periodo 2005-2006, diferentes entidades participaron en estudios que tenían como objetivo lograr una mejor integración en la prestación de servicios financieros en Colombia. No se requerían cambios radicales, sino continuar avanzando hacia el esquema de multibanca desarrollado a partir de 1993.

El gobierno finalmente presentó su propuesta al Congreso en abril de 2008. Esta propuesta, sin embargo, distaba mucho de las principales recomendaciones realizadas por los expertos, incluyendo las del Banco Mundial y Anif. Una de estas propuestas era la eliminación de la estructura segmentada y especializada en el mercado de intermediación por una estructura comprensiva – la *banca universal*. La propuesta original pretendía que más servicios financieros pudieran ser prestados por la misma institución. Para salvaguardar los intereses del público y evitar los conflictos de interés que pudieran surgir entre las diferentes partes de una misma institución, la propuesta de Anif era fortalecer la llamada “muralla china” (*Chinese wall*) que separara la actividad de la intermediación de la administración de portafolios.

De esta forma, se pretendía usar la experiencia del sistema bancario para beneficio del mercado de capitales, además de asegurar que los administradores de portafolios (*asset managers*) se pudieran especializar en su actividad, independientemente del nombre que éstos tomaran. Consideramos importante retomar el enfoque propuesto entonces por el Banco Mundial y Anif, con el fin de poder explotar las economías de escala-alcance, logrando así una mayor profundización financiera y a menor costo para los usuarios.

En este caso, curiosamente, el mercado ha avanzado más que la regulación. Es más, como se comentó anteriormente, el mercado ha tenido avances importantes en las operaciones (nivel medio), pero, con la fallida reforma, el grado de avance de en tema de regulación es bajo, como se observa en el Cuadro.

Conclusiones

La difícil coyuntura internacional exige fortalecer el marco regulatorio y prudencial de Colombia. El sistema de intermediación ha progresado a un paso más veloz que el relacionado con la renta variable y, en general, que el del mercado de valores. Por esto resulta indispensable ahondar en el desarrollo del mercado de capitales, especialmente a la luz de la disponibilidad de grandes recursos provenientes de las carteras colectivas (incluyendo, en un sentido amplio, a los fondos de pensiones y cesantías). A Colombia aún le falta por consolidar su estabilidad macroeconómica, donde los rebrotes inflacionarios han tenido efectos negativos tanto sobre los bonos públicos como sobre los privados. Sin dicha estabilidad será difícil profundizar el mercado de capitales.

Afortunadamente, el marco regulatorio de la Ley 964 de 2005 ha sentado bases promisorias para acelerar el desarrollo del mercado de capitales en Colombia. No obstante, hemos visto que se trata de un desarrollo desigual, donde la Superintendencia Financiera requiere mayor autonomía, los derivados necesitan desarrollarse, el volumen de emisores debe ampliarse y la banca universal debe consolidarse en el futuro inmediato.

Adicionalmente, la estructura vigente de incentivos tributarios a la reinversión de utilidades “atrapa” sectorialmente muchas de las utilidades empresariales, en momentos en que estos deberían canalizarse hacia otros mercados a través del mercado de capitales. La financiación de inversión con acciones y bonos ha caído sistemáticamente, a pesar del auge de la inversión durante 2003-2008. Es urgente entonces volver competitivo el mercado de capitales en el frente tributario. Otro factor que ayudaría sería profundizar los acuerdos de doble tributación y la eliminación del distorsionante gravamen a los movimientos financieros (4x1.000). Igualmente, debe revisarse el actual tratamiento que se le da a la retención en la fuente, pues su liquidación diaria es un obstáculo, especialmente para las carteras colectivas.

Otros correctivos pendientes a nivel microeconómico tienen que ver con: 1) la profundización de los esquemas de capital híbrido (donde ya se cuenta con experimentos interesantes); y 2) la introducción de cuentas Ómnibus, que le permitan al intermediario agrupar a los inversionistas extranjeros, así como estimular su participación en el mercado monetario.

Bibliografía

- ANIF (2006) *Fusiones y Adquisiciones en el Sector Financiero Colombiano: Análisis y Propuestas sobre la Consolidación Bancaria (1990-2005)*. Mimeo
- ANIF (2008) “El Mercado de Capitales en Colombia: ¿En qué estamos y para dónde vamos?” *Enfoque* # 25.
- “La Reforma Financiera: Implicaciones para el mercado de capitales,” *Enfoque* # 23.
- ANIF (2007) “Los Simposios del Mercado de Capitales y sus Mensajes,” *Enfoque* # 12.
- “Supervisión Financiera e Institucionalidad en Colombia,” Informe Semanal # 889.
- Congreso de la República (2004), “Proyecto de ley 33 de 2004, Cámara: Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones.” En *Gaceta del Congreso* No. 387, 2004.
- De la Cruz, J and C. Stephanou (2006), “ Colombia: Financial Sector Competitiveness – Component # 5: Financial System Structure” Mimeo
- Fradique-Méndez, C. (2008) *Guía del mercado de valores*. Colombia Capital.
- Instituto de Ciencia Política (2004) “Proyecto de ley del Mercado público de valores” En *Observatorio Legislativo*. No. 18, septiembre.
- (2005) “Proyecto de ley del Mercado público de valores (II)” En *Observatorio Legislativo*. No. 31, marzo.
- (2005) “Proyecto de ley del Mercado público de valores (III)” En *Observatorio Legislativo*. No. 37, julio.
- Levine, R. (2003) “Bank Supervision, Corporate Finance and Economic Development” en www.econ.brown.edu/fac/Ross_Levine/
- Organización de Cooperación para el Desarrollo – OCDE (2004) *Principios de gobierno corporativo de la OCDE* en <http://www.oecd.org/dataoecd/47/25/37191543.pdf>
- Organización Mundial de Comisiones de Valores – IOSCO (1998) “Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores” *Public Documents of IOSCO* September
- Yuan, C. (2003) *Financial System Reform and Economic Development* Speech for seminar on development and reform in India and China.