

Director: Sergio Clavijo

ISSN 1909-0137

Con la colaboración
de Ana María Zuluaga
y David Malagón



JULIO 31 DE 2014

EDICIÓN 80

DESARROLLOS RECIENTES DEL MERCADO DE CAPITALES EN COLOMBIA

En Colombia, el mercado de capitales ha registrado importantes desarrollos durante los últimos años, tanto a nivel regulatorio como de instrumentos de ahorro-inversión. Allí se destaca la Ley 964 de 2005, la cual introdujo importantes cambios institucionales (como la creación del autorregulador del mercado de valores) y sentó las bases para la profundización de varios mercados (como el de derivados).

Dichos desarrollos se evidencian en varios frentes. Por ejemplo, la capitalización bursátil de Colombia aumentó del 35% del PIB en 2006 al 57% del PIB en 2013, ubicándose por encima de los niveles observados en Brasil (46%) y México (42%), pero por debajo de los de Chile (96%) y Estados Unidos (144%), ver gráfico 1. No obstante, si se computa en dicho indicador únicamente la porción emitida por las firmas, la capitalización bursátil efectiva de Colombia tan solo asciende al 14% del PIB, señalándonos que aún queda mucho camino por recorrer.

También cabe destacar el dinamismo observado en las colocaciones de bonos corporativos. En efecto, dichas colocaciones se incrementaron de \$4.7 billones (1.2% del PIB) en 2006 a \$9.3 billones (1.3% del PIB) en 2013, alcanzando una cifra récord de \$13.8 billones (2.5% del PIB) en 2010. En lo corrido de 2014, estas emisiones ascienden a \$4.1

billones y se estima que podrían cerrar el año alrededor de \$9 billones (1.2% del PIB), ver gráfico 2.

Pese a estos importantes avances, el mercado de capitales local todavía requiere esfuerzos regulatorios y de arquitectura que sigan promoviendo su profundización y sus

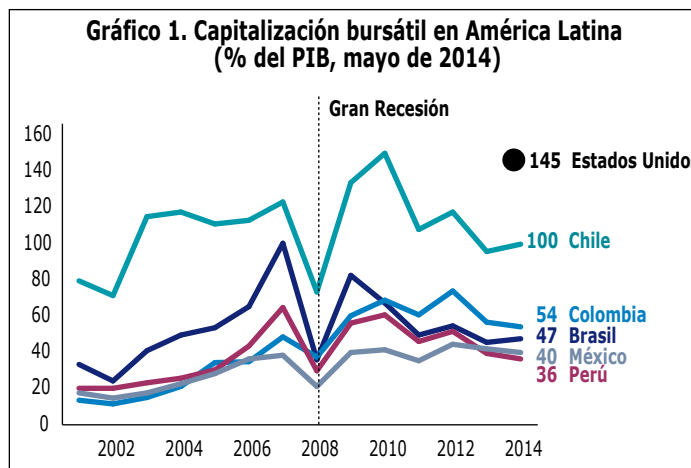
elevados estándares de transparencia. Por tales motivos, en esta edición de *Enfoque* analizaremos los mensajes centrales del XXVI Simposio del Mercado de Capitales organizado por Asobancaria (los días 8 y 9 de mayo de 2014 en Medellín). De esta manera, referenciaremos los avances más representativos en materia de regulación, así como sus retos y desafíos hacia el mediano plazo.

Avances regulatorios

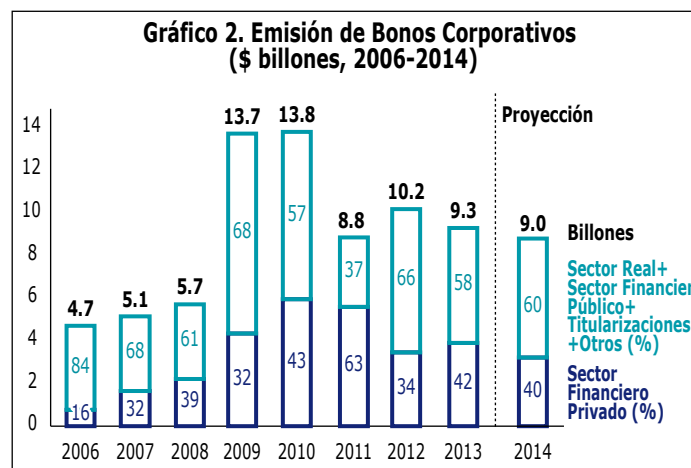
Como ya lo comentamos, el mercado de capitales local ha registrado importantes avances regulatorios durante los últimos años, los cuales han estado focalizados en contribuir a su desarrollo y en salvaguardar la confianza de los inversionistas.

Dentro de dichos avances, se destacan progresos referidos a nuevos productos y mecanismos de mercado, tales como:

- **Fondos de Inversión Colectiva (FICs):** Son vehículos de captación o administración de dinero u otros activos pertenecientes a varios aportantes, los cuales se gestionan de manera colectiva para obtener resultados económicos (ver *Enfoque* No. 77 de diciembre de 2013). Dichos instrumentos permiten canalizar el ahorro de los agentes (hogares o firmas) hacia diferentes alternativas de inversión, registrando un importante dinamismo durante los últimos años. En efecto, el valor total de los FICs aumentó



Fuente: cálculos Anif con base en Federación de Bolsas y FMI.



Fuente: cálculos Anif con base en BVC.

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



JULIO 31 DE 2014

PÁGINA 2

de \$30.5 billones (5.6% del PIB) en 2010 a \$48.1 billones (6.8% del PIB) en 2013. Al respecto, se expidió el Decreto 1242 de 2013, el cual busca mejorar la eficiencia de los FICs en materia de acceso, administración y supervisión.

- **Formadores de liquidez:** Localmente, la baja bursatilidad efectiva se constata al calcular el índice de liquidez bursátil, el cual se ha reducido del 8% del PIB en 2010 al 6% del PIB en junio de 2014. Ello ha venido afectando la formación de precios de algunos activos financieros, como los bonos corporativos. En consecuencia, el Decreto 2279 de 2010 estableció la figura de los formadores de liquidez, cuyo objetivo consiste en incrementar la liquidez de los activos de baja bursatilidad (v. gr. bonos corporativos o ciertas acciones) en las ruedas de negociación de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC). Con base en esto, la Superintendencia Financiera reglamentó recientemente dicha actividad (Circular Externa 25 de 2013), la cual puede ser ejercida únicamente por las sociedades comisionistas de bolsa. Todo ello llevó a que la BVC incorporara el Programa de Formadores de Liquidez dentro de su reglamento.

En materia de transparencia y seguridad operativa, sobresalen los siguientes avances:

- **Custodia de valores:** Es una actividad por medio de la cual el custodio vigila los títulos valores y/o dinero pertenecientes al custodiado (titular) para que estos recursos no sean utilizados en el cumplimiento de operaciones de las sociedades administradoras de fondos de inversión o de otros clientes. Dicha actividad permite asegurar y facilitar el cumplimiento de las operaciones sobre los activos custodiados y minimizar el riesgo operacional asociado a su negociación (ver *Enfoque* No. 75 de septiembre de 2013). En este frente, sobresale el Decreto 1243 de 2013, el

cual regula la custodia de valores como una actividad independiente dentro del mercado de capitales local y garantiza la protección de los recursos de los inversionistas.

- **Operaciones repo:** El *impasse* de Interbolsa de finales de 2012 sirvió para que las autoridades revisaran la normatividad vigente, con el fin de identificar las fallas regulatorias que propiciaron conductas y prácticas inadecuadas por parte de algunos operadores del mercado. En consecuencia, se expidió el Decreto 2878 de 2013, para mejorar la transparencia, las garantías y la seguridad de las operaciones repo, simultáneas y transferencias temporales de valores (TTVs). Por ejemplo, se acotó el apalancamiento de los clientes de los intermediarios de valores en dichas operaciones y se acogieron estándares internacionales de gestión de riesgo (ver *Enfoque* No. 78 de abril de 2014).

Adicionalmente, se destacan importantes desarrollos en otros frentes, tales como: i) la creación de nuevos índices bursátiles de la BVC, los cuales permiten reflejar de mejor manera el comportamiento de los activos del mercado local de renta variable (COLEQTY, COLSC y COLIR), de renta fija (COLTES, COLTES LP, COLTES CP y COLTES UVR) y monetario (COLIBR); y ii) la incorporación de la Bolsa de Valores de México al Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), la cual se encuentra actualmente en proceso de aprobación en el congreso mexicano, trámite que se espera que concluya en el transcurso del presente año.

Retos y desafíos

Pese a los avances ya comentados, es fundamental seguir trabajando en el desarrollo del mercado de capitales local, particularmente en la canalización de recursos de ahorro-inversión hacia actividades consideradas de vital importancia para el progreso del país.

Así, en el marco del XXVI Simposio del Mercado de Capitales, se identificaron dos aspectos indispensables en el proceso de articulación del mercado de capitales con el desarrollo económico de Colombia, a saber: i) la consolidación de los vehículos de ahorro colectivo; y ii) la financiación de los proyectos de infraestructura previstos por el gobierno.

- **Vehículos de ahorro colectivo:** Allí figuran los Fondos de Pensiones Obligatorias (FPOs), los Fondos de Pensiones Voluntarias (FPVs), los Fondos de Pensiones Públicas y los FICs. Al respecto, cabe destacar los siguientes retos:

- Con relación a los FPOs, pese a los avances introducidos por el esquema de “multifondos” (Ley 1328 de 2009) en la administración de estos portafolios (18.4% del PIB), es necesario mejorar su eficiencia a través de: i) incentivar la escogencia de fondo (conservador, moderado y agresivo) por parte de los cotizantes, con base en “criterios generacionales”, pues el “portafolio de no escogencia” (*default*) es el fondo moderado, el cual concentra actualmente el 42% de sus inversiones en renta fija; y ii) repensar la relación renta variable/renta fija del “portafolio de *default*”, ya que puede estarse sacrificando Beta Financiero (relación riesgo-retorno) frente a otros referentes regionales como Chile y Perú, ver *Enfoque* No. 69 de febrero de 2013.

- En lo referente a los FPVs, es necesario que dichos vehículos generen incentivos de ahorro asociados a su naturaleza-retorno de largo plazo y no a aspectos relacionados con exenciones tributarias.

- Respecto a los FICs, su grado de utilización a nivel local todavía es bajo, pues solo administran activos por cerca del 6.8% del PIB, cifra bastante inferior si se compara con el 14% de Chile, el

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



JULIO 31 DE 2014

PÁGINA 3

51% de Brasil y el 151% de Estados Unidos. Para promover su uso es necesario: i) ampliar su oferta de productos con valor, pasando de instrumentos del mercado intermediado a vehículos especializados-alternativos, pues actualmente cerca del 70% de los recursos de los FICs está invertido en CDTs; y ii) mejorar sus sistemas de gestión de riesgos, ofreciendo mayores niveles de experiencia en la administración de los portafolios de alto riesgo y divulgando de mejor manera los riesgos a los clientes.

- **Financiación de infraestructura:** En septiembre de 2013, el DNP emitió el Conpes No. 3760, a través del cual se dieron lineamientos sobre las concesiones viales de “Cuarta Generación” (4G). Se trata de 48 proyectos que requieren inversiones por unos \$47 billones durante los próximos 8 años (a razón promedio de 0.7% del PIB por año). Ellos podrán estructurarse bajo el marco regulatorio de las Asociaciones Público Privadas-APPs (Ley 1508 de 2012).

Para el éxito financiero de dichas estructuraciones 4G será indispensable la forma en que entren a operar los llamados “bonos de infraestructura” dentro del mercado de capitales. De ello dependerá que los inversionistas institucionales (AFP y fiduciarias) entren a demandar dichos bonos y le den realce dentro de sus inversiones, donde existe el potencial atractivo del calce en portafolios de largo plazo y la garantía (parcial) que representan las “vigencias futuras presupuestales” (ver *Comentario Económico del Día* 30 de octubre de 2013). Un avance en este frente es la expedición del Decreto 816 de 2014, el cual modifica el régimen de inversión de los FPOs, permitiéndoles invertir en dichos bonos (hasta un 5% en el fondo moderado y hasta un 7% en el agresivo).

A la fecha, se han adjudicado seis concesiones 4G del primer paquete de nueve proyectos, las cuales requieren inversiones cercanas a \$11 billones (1.4% del PIB). Para consolidar este ambicioso plan de infraestructura, se requiere:

- Aclarar los términos de los contratos de estas concesiones (plazos, garantías, riesgos, descalses, etc.), lo cual permitirá aumentar el número de proponentes que se presentan.
- Atraer inversionistas internacionales, lo cual implica: i) dar a conocer “la oferta de valor” (atractivo financiero) de cada concesión; ii) la posibilidad de financiación de vigencias futuras en dólares; y iii) la fragmentación de algunos proyectos en unidades funcionales más pequeñas.
- Lograr una alineación de riesgos e incentivos para que las AFPs demanden los bonos de infraestructura, de acuerdo con lo establecido por el Decreto 816 de 2014. En este aspecto será indispensable que las AFPs no entren a gestionar los riesgos de la fase de construcción (problemas ambientales, con las comunidades y de predios).
- Asegurar el “cierre financiero” de estos proyectos, pues los bancos locales han anunciado que no estarían en capacidad de proveer financiación a los plazos requeridos (15-20 años). Allí resultarán clave los recursos de las multilaterales (CAF, BID, Banco Mundial) canalizados a través de la Financiera de Desarrollo Nacional (FDN).
- Liderazgo del gobierno central en materia de infraestructura regional, a través de una rectoría (operativa, técnica y financiera) para asegurar un uso adecuado de

los recursos públicos y la prioridad de los proyectos (ver *Comentario Económico del Día* 15 de mayo de 2014).

Por su parte, cabe destacar otros frentes que encierran enormes retos para el mercado de capitales en materia de implementación, tales como: i) la convergencia hacia las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) durante 2014-2015; ii) la promoción de la inclusión financiera, donde se destaca el Proyecto de Ley sobre acceso a los servicios financieros transaccionales, el cual se encuentra actualmente en trámite dentro del Congreso; y iii) el acceso de las Mipymes al mercado de capitales, en lo cual se ha venido trabajando con el Proyecto de Decreto sobre Segundo Mercado.

Conclusiones

Hemos visto cómo durante los últimos años, el mercado de capitales colombiano ha registrado importantes avances regulatorios, los cuales han estado focalizados en contribuir a su desarrollo-competitividad y en salvaguardar la confianza de los inversionistas. En efecto, actualmente se cuenta con una normatividad acorde con las mejores prácticas internacionales en materia de FICs, custodia de valores y operaciones repo, entre otros aspectos.

Sin embargo, es fundamental seguir trabajando en su desarrollo y profundización, particularmente en la canalización de recursos de ahorro-inversión hacia actividades de vital importancia para el progreso del país. Dicha labor encierra importantes retos, especialmente en lo relativo a la consolidación de los vehículos de ahorro colectivo y la financiación de los proyectos de infraestructura previstos por el gobierno. Adicionalmente, es necesario avanzar en los siguientes temas: i) la convergencia hacia las NIIF; ii) la inclusión financiera; y iii) el Segundo Mercado.

Escríbanos sus comentarios a: areyes@deceval.com.co o avera@anif.com.co

* La información contenida en el documento anterior no compromete a Deceval, ni constituye asesoría legal de su parte en la materia.