

**Aso
Ban
Caria**

Caracterización del

Mercado de **Capitales** **Colombiano:**

una perspectiva
integral



Asobancaria

Hernando José Gómez Restrepo

Presidente

Alejandro Vera Sandoval

Vicepresidente Técnico

Liz Marcela Bejarano Castillo

Directora Financiera y de Riesgos

Laura Sofía Rincón Coronado

Profesional Máster

Santiago Hurtado Galeano

Profesional Junior

Edición

Liz Marcela Bejarano Castillo

Directora Financiera y de Riesgos

Laura Sofía Rincón Coronado

Profesional Máster

Santiago Hurtado Galeano

Profesional Junior

Diseño y diagramación:

Luisa Fernanda Leal

Impresión:

Scam Distribuciones Material litográfico y POP

Fotografías:

Deposiphotos.com

Segunda Edición, octubre de 2022

ISBN: 978-958-9040-87-4

Derechos de Autor Reservados © Asobancaria

Contenido

| | |
|--|------------|
| Presentación | 7 |
| Introducción | 9 |
| Capítulo 1 | 13 |
| Nuevas tendencias de digitalización en el Mercado de Capitales ANIF Centro de Estudios Económicos | |
| Capítulo 2 | 37 |
| Finanzas sostenibles y emisión de bonos ASG Javier Rodríguez Soler | |
| Capítulo 3 | 59 |
| Estado actual y oportunidades de la infraestructura del Mercado de Capitales colombiano Michel Janna | |
| Capítulo 4 | 87 |
| Reflexiones sobre el Mercado de Derivados en Colombia Diego Jara | |
| Capítulo 5 | 109 |
| Integración de bolsas de valores: la apuesta por el futuro Juan Pablo Córdoba | |
| Capítulo 6 | 131 |
| El rol de la titularización como mecanismo de modernización del sistema financiero Titularizadora Colombiana | |
| Capítulo 7 | 153 |
| Avances y retos en el Mercado de Capitales colombiano Camilo José Hernández López | |
| Capítulo 8 | 183 |
| Reflexiones sobre el esquema de encaje bancario en Colombia Dirección Financiera y de Riesgos de Asobancaria | |
| Acerca de los Autores | 205 |

PRESENTACIÓN

Un mercado de capitales profundo y sólido permite canalizar de manera eficiente el ahorro hacia la inversión y facilitar la generación de valor agregado. Además, contar con un mercado de capitales desarrollado permite promover el crecimiento económico, promoviendo el flujo de recursos hacia la financiación del sector productivo de manera eficiente. En este sentido debe ser una prioridad tanto del sector público como del privado trabajar en el avance de diferentes iniciativas que logren dinamizar el mercado colombiano.

Teniendo en cuenta los hallazgos de la Primera Misión del Mercado de Capitales, la cual reconoció la importancia de la estabilidad macroeconómica como motor del desarrollo del mercado, el papel fundamental de la creación de los fondos de inversión para la dinamización de la demanda y la debilidad en la oferta de títulos debido a la complejidad de las emisiones, durante la primera década del siglo XXI el mercado accionario tomó un papel esencial en el buen desarrollo de la economía colombiana, permitiendo el ingreso de nuevos inversionistas y el crecimiento del mercado de renta variable. Sin embargo, durante la segunda década, las secuelas de la crisis financiera del 2008, la drástica caída del precio del petróleo y la ralentización de la actividad productiva han limitado su dinamismo.

Con el fin de identificar los elementos que restringen el crecimiento del mercado local, se realizó la Segunda Misión del Mercado de Capitales, cuyos resultados publicados en 2018 resaltaron la necesidad de examinar el régimen de inversiones, crear programas de educación financiera y eliminar las barreras regulatorias con el objetivo de incentivar la entrada de administradores de portafolio.

Bajo este contexto, el presente libro nace como parte del compromiso del sector bancario para comprender, contribuir y fortalecer los mercados, mientras que se reconoce la sinergia que existe entre su progreso y el desarrollo económico, la inclusión financiera y el acceso a diversas fuentes de crédito para todos los segmentos poblacionales. En consecuencia, se incluye una serie de artículos enmarcados en una temática de evolución regulatoria, gestión de nuevos productos y análisis del mercado de capitales colombiano.

Quiero agradecer a los autores que han apoyado esta iniciativa con sus artículos, al Centro de Estudios Económicos de la Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF), a BBVA Colombia, al Autorregulador del Mercado de Valores (AMV), a Quantil, a la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), a la Titularizadora Colombiana, a la Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera (URF) y a la Vicepresidencia Técnica de la Asociación. Espero que las ideas expuestas en esta publicación ofrezcan a los lectores una adecuada carta de navegación sobre la situación actual y la visión del mercado de capitales.

Hernando José Gómez Restrepo
Presidente

INTRODUCCIÓN

El mercado de capitales forma parte crucial del desarrollo y crecimiento de la economía nacional. Así, un mercado fuerte y eficaz, proporciona la estabilidad necesaria al sistema financiero para garantizar la distribución adecuada de los recursos entre ahorradores e inversionistas. Por otro lado, un mercado poco profundo, volátil y concentrado se convierte en un obstáculo para el progreso.

En Colombia es necesaria la profundización del mercado de capitales para ayudar en la promoción del crecimiento económico. En este sentido, en las últimas décadas y, sobre todo, en los últimos dos (2) años, se han realizado avances importantes con el objetivo de promover su desarrollo. Sin embargo, a pesar de los esfuerzos e iniciativas realizadas desde los sectores público y privado, en la actualidad aún existen importantes retos por alcanzar para llegar a consolidar el mercado de capitales colombiano como un referente regional.

De esta manera, cabe señalar que la creación del mercado de capitales colombiano se dio a finales de la década de los ochenta con el objetivo de satisfacer el requerimiento de financiamiento del Gobierno Nacional. En 1995 se realizó la Primera Misión del Mercado de Capitales, donde se reconoció la relevancia de impulsar este mercado en busca de la estabilidad macroeconómica y del desarrollo económico. Posteriormente, se puso en marcha la Segunda Misión del Mercado de Capitales, la cual dejó como grandes retos la inclusión financiera, la transformación digital, la integración regional de las bolsas de valores y la gestión de riesgos asociados al mundo digital.

Teniendo en cuenta el contexto mencionado, este libro realiza una caracterización del mercado de capitales colombiano. A lo largo de los capítulos se presenta un análisis de la evolución de este mercado en los últimos años incluyendo las tendencias de digitalización; realiza una descripción de las finanzas sostenibles; profundiza en la integración de las bolsas de valores; se adentra al papel de la titularización en la modernización del sistema financiero; y precisa las características del encaje bancario en Colombia. De la misma forma se exponen importantes reflexiones y consideraciones en torno al tema.

En este sentido, el objetivo de este libro es recopilar ocho artículos que aportan una visión de las discusiones que actualmente tienen mayor relevancia entre los agentes del mercado y busca difundir el importante rol del mercado de capitales para el desarrollo de las economías.

En el primer capítulo de este libro (realizado por el Centro de Estudios Económicos de ANIF) se analiza la evolución y las nuevas tendencias de digitalización en el mercado, la baja educación financiera en Colombia y las distintas formas de atraer inversión a través de herramientas innovadoras y productos renovados.

Además, se explica la importancia del mercado de capitales y cómo este logra potenciar el crecimiento económico a través del ofrecimiento de productos y servicios para el ahorro, la financiación de inversiones, la asignación eficiente de recursos y algunos mecanismos de control para el buen gobierno corporativo.

A manera de conclusión, el capítulo expone algunas sugerencias y plantea los retos pendientes para desarrollar eficazmente el mercado de capitales por medio de herramientas tecnológicas que automatizan, simplifican y optimizan el sistema financiero de Colombia.

El segundo capítulo (elaborado por Javier Rodríguez, Director Global de Sostenibilidad de BBVA) contiene una descripción detallada de las finanzas sostenibles y la emisión de bonos ASG (de criterios ambientales, sociales y de gobernanza). En el capítulo mencionado se hace referencia a las iniciativas que impulsan el crecimiento del mercado de inversión y las finanzas sostenibles, los marcos de regulación, los productos ofrecidos y la evolución del mercado de deuda sostenible.

Adicionalmente, se describe la situación colombiana, el funcionamiento de los productos ofrecidos y los avances que se esperan a largo plazo en cuanto a los bonos verdes. Finalmente, se mencionan algunos retos propuestos y oportunidades de crecimiento en aspectos como las tasas de emisión y políticas de inversión de las instituciones.

El tercer capítulo (desarrollado por Michel Janna, Presidente del Autorregulador del Mercado de Valores - AMV) recopila definiciones para entender las oportunidades de la infraestructura del mercado de capitales en el país, describe el panorama general y da recomendaciones para aprovechar las circunstancias y construir una infraestructura más eficiente.

De esta manera, en la conclusión se recalcó en la necesidad de mejorar: (i) la microestructura del mercado; (ii) la digitalización de los servicios; y (iii) la divulgación de la información del mercado. Así mismo, se consideró fundamental la coordinación de las autoridades del mercado, los operadores de infraestructura y los demás actores.

En el cuarto capítulo (realizado por Diego Jara, Director de Quantil) se menciona la importancia del mercado de derivados y cómo este tiende a incorporar las innovaciones financieras para aprovechar, de manera eficaz, la plataforma de accionar de sus participantes. Igualmente, se puntualiza en los productos ofrecidos a nivel local y los contrasta con mercados como el de Perú, México y Chile.

Para concluir, el relato insiste en la necesidad de mejorar y atraer la participación de agentes potenciales y hace un llamado a los actores inmersos a ejecutar sus tareas de manera diferente con el fin de desarrollar y optimizar aspectos como el apoyo a emprendimientos y la extensión de las posibilidades de inversión.

El quinto capítulo (elaborado por Juan Pablo Córdoba, Presidente de la Bolsa de Valores de Colombia - BVC) ahonda en la integración de las bolsas de valores de Chile, Perú y Colombia, mencionando las razones por las cuales se ejecuta este proceso y los impactos para los participantes del mercado.

En conclusión, el autor señala los desafíos que implica la integración de los mercados y los beneficios que esta operación traería para todas las partes involucradas. De igual forma, comenta que este proceso se puede ver como un camino adecuado para que las economías desplieguen su potencial.

En cuanto al sexto capítulo, realizado por la Titularizadora Colombiana, se hace referencia al papel de la titularización en la modernización del sistema financiero y cómo esta ayuda a desarrollar el mercado de capitales. Así, se detalla la evolución de la titularización hipotecaria en el mundo, con especial detalle en Colombia.

Además, se comentan las predicciones de la titularización para los próximos 10 años y se menciona el rol que tendrá esta como canalizadora de recursos al sector vivienda y mecanismo de promoción de estabilidad financiera.

La séptima sección (escrita por Camilo José Hernández, Director de la Unidad de Regulación Financiera – URF) desarrolla los hechos y el contexto actual del mercado de capitales en el país, definiendo y detallando algunas de sus características. Adicionalmente, se mencionan las recomendaciones de la Primera Misión del Mercado de Capitales y los avances de la Política Pública para el Desarrollo del Sistema Financiero.

Para culminar, se destacan los retos en la dinamización del mercado, la profundización de la educación financiera, la consolidación del proceso de internacionalización, la modernización tecnológica y el marco institucional.

Por último, el octavo capítulo (elaborado por Liz Bejarano, Sofía Rincón y Santiago Hurtado, funcionarios de la Dirección Financiera y de Riesgos de Asobancaria) menciona algunas reflexiones sobre el encaje bancario en Colombia, no dejando de lado la evolución del encaje a nivel internacional y sus características.

En este sentido, se proporciona un contexto histórico sobre el encaje en el país, detallando su funcionamiento y las observaciones realizadas al sistema actual. Además, se comentan las oportunidades de mejora en el esquema de encaje y se propone realizar una modificación al encaje bancario actual, teniendo en cuenta los impactos que este cambio implicaría a nivel macroeconómico.

En resumen, este libro es un aporte al análisis del mercado de capitales colombiano, y deja valiosas lecciones y reflexiones a los lectores sobre la situación actual y los principales retos a los cuales se enfrenta. El sector bancario apoya el fortalecimiento y crecimiento del mercado de capitales, y reconoce la relación que existe entre su progreso y el desarrollo económico, la inclusión financiera y la diversificación de las fuentes de fondeo para todos los agentes de la economía. Por este motivo, desde Asobancaria se impulsará, de la mano del Gobierno, todas las iniciativas que aporten al desarrollo de un mercado sólido, profundo y eficiente que permita un aumento de la confianza en el mercado colombiano.

Capítulo 1

Nuevas tendencias de digitalización en el Mercado de Capitales

Autor: ANIF Centro de Estudios Económicos



1. Introducción: Por qué el mercado de capitales es importante para un país

El mercado de capitales agrupa todas aquellas actividades financieras, bursátiles, aseguradoras y demás relacionadas con el manejo, inversión y aprovechamiento de los recursos captados del público, organizadas a través de los canales bancario (intermediado) y de valores (no intermediado). En otras palabras, en el mercado de capitales se ofrecen aquellos productos y servicios que hacen posible el ahorro, tanto en el corto como en el largo plazo, así como el financiamiento de inversiones y de consumo para las empresas y para las personas. Como resultado, los mercados de capitales potencian el crecimiento económico al facilitar la correcta asignación de los factores productivos (capital y trabajo), pues permiten a las firmas obtener financiamiento y proveen a los inversionistas oportunidades de portafolios diversificados¹.

De forma similar, el mercado de capitales permite contar con mayores niveles de productividad como resultado de una asignación eficiente de recursos, por medio de la transparencia en la información, los mecanismos de control de buen gobierno corporativo y la provisión de capital a proyectos innovadores. Por lo general, los mercados financieros desarrollados tienden a promover la innovación tecnológica, que es esencial para incrementar la productividad económica².

Además, un mercado de capitales profundo constituye una fuente importante de financiamiento para las empresas. Por una parte, provee alternativas atractivas para que las compañías que ya tienen acceso al financiamiento bancario cuenten con mayores volúmenes de financiación, mejores términos, mayores plazos y diversificación, lo que reduce en la reducción de los costos totales de financiamiento. Por otra parte, los mercados de capitales (principalmente por medio del mercado de valores) también ayudan a financiar negocios con perfiles más riesgosos que normalmente no serían financiados por el sector bancario. Es común que los negocios más riesgosos sean aquellos en los que hay mayor innovación, por lo que un mercado de capitales desarrollado es capaz de potenciar la innovación de un país³. Entonces, el buen desarrollo del mercado de capitales, al dirigir el crecimiento económico, tiene impactos positivos en la generación de empleo. En específico, los mercados de capitales movilizan los ahorros adicionales en la economía y ponen así más capital disponible para las compañías, lo cual resulta en una mayor creación de puestos de trabajo e incluso facilita el aumento de los salarios reales⁴.

De forma general, Bracey, Khor, Niimi, Riang & Zhuang⁵ mencionan que el desarrollo del sector financiero conduce al crecimiento económico mediante 5 canales principales: (i) la agregación y movilización de capital; (ii) la generación de información *ex ante* para inversiones; (iii) el monitoreo de inversiones y gobierno corporativo; (iv) el establecimiento de una plataforma para facilitar la transacción, diversificación y gestión de riesgos; y (v) la creación de canales para facilitar el intercambio de bienes y servicios.

Por otro lado, un mercado de capitales profundo permite que otras importantes actividades sociales – como la salud y la educación – se puedan financiar de forma justa y eficiente⁶.

¹Miranda, M. (2018). “*Latin American Local Capital Markets*”. CFA Institute Research Foundation.

²Aghion, P., Howitt, P., & Levine, R. (2018). “*Financial Development and Innovation-led Growth*”. Handbook of Finance and Development.

³ANIF. (2022). “*Rol de las sociedades fiduciarias en el desarrollo de Colombia*”. Recuperado de: <https://www.asofiduciarias.org.co/wp-content/uploads/2022/03/Documento-ANIF-Asofiduciarias-22.03.22.pdf>

⁴Banco Mundial. (2020). “*Capital Markets Development: A Primer for Policy Makers*”. Washington, DC. Recuperado de: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/36058>

⁵Bracey, H., Khor, L.-M., Niimi, K., Riang, H., & Zhuang, G. (2009). “*Financial Sector Development, Economic Growth, and Poverty Reduction: A Literature Review*”. ADB Economics Working Paper Series No. 173. Recuperado de: <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/28391/economics-wp173.pdf>

⁶Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2020). Informe Final de la Misión del Mercado de Capitales. Recuperado de: https://www.urf.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC_CLUSTER-119774%2F%2FidPrimaryFile&revision=latestreleased

Los mercados de capitales son cruciales para los gobiernos en el financiamiento del déficit fiscal, incluyendo los gastos por servicios sociales y programas de creación de empleo. Lo anterior, resulta en una mayor profundidad del mercado de bonos gubernamentales que permite una reducción significativa en los costos de financiamiento.

Por lo tanto, las mejoras en los vehículos de ahorro y en los instrumentos de transferencia del riesgo, junto con un incremento en la participación de los ciudadanos en un mercado de capitales eficiente y profundo, generan prosperidad y mejoran los estándares de vida⁷. Es claro también que el mercado de capitales permite la reducción de la pobreza por medio de la generación de empleo, salarios más altos y una mayor cantidad de recursos para el gasto social y la inversión pública. Además, en economías con menores niveles de desigualdad es posible combatir la pobreza de forma más eficiente mediante un mayor acceso a canales financieros, con elementos como programas de microfinanzas y aquellos dirigidos a las pequeñas y medianas empresas (Pymes). Por lo anterior, también se puede hablar de una mayor generación de oportunidades y de fomento de la equidad por medio de un mercado de capitales profundo y con buenos niveles de acceso.

Desde la óptica de los inversionistas, el mercado de capitales cuenta con amplias oportunidades de inversión que resultan más atractivas en términos de retornos que los depósitos de los establecimientos de crédito, a pesar de tener un mayor riesgo. No obstante, entre mayor sea la oferta de instrumentos existente en el mercado, es más sencillo proveer a los inversionistas con portafolios diversificados que permiten disminuir el riesgo asociado a la administración del portafolio. La posibilidad de contar con portafolios diversificados es fundamental para inversiones que requieren de alta seguridad sobre sus pagos futuros, como es el caso de los fondos de pensiones. Adicionalmente, un mayor desarrollo del mercado de capitales permite la existencia de herramientas más sofisticadas, como lo son los mercados de derivados, para el manejo del riesgo.

Además de impulsar la innovación, el crecimiento, el empleo y la financiación gubernamental, los mercados de capitales bien regulados y supervisados mejoran la estabilidad financiera de los países. Lo anterior, por medio del acceso al financiamiento de largo plazo en moneda local que ayuda a las compañías, los gobiernos y los inversores a afrontar la inflación, los riesgos cambiarios y los descalces en los plazos de su balance.

Según el Banco Mundial, lo anterior es de particular importancia para los países de ingreso medio o bajo, ya que gran parte de las crisis ocurridas en estos lugares han surgido de una combinación de grandes desajustes en los tipos de cambio, pocas reservas extranjeras y pasivos de deuda a corto plazo. Además, existe evidencia empírica que indica que los mercados de valores pueden reducir el apalancamiento corporativo y frenar los riesgos de insolvencia, así como los mercados de bonos pueden funcionar como un salvavidas en periodos de problemas bancarios. Finalmente, es fundamental que no se subestimen las consecuencias que pueden traer las crisis financieras y recordar que golpean con mayor crudeza a las personas de menores ingresos. Por lo tanto, el desarrollo de estrategias para su mitigación constituye un asunto de enorme importancia.

Al reunir todo lo mencionado, es claro que el desarrollo de un mercado de capitales funciona como una señal de madurez de un país y permite diagnosticar el estado de una economía. Los países en vía de desarrollo suelen apuntar hacia un mercado eficiente,

⁷Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2020). Política pública para un mayor desarrollo del sistema financiero. Recuperado de: https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC_CLUSTER-148012%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased

líquido, profundo, que atienda a la sociedad y que defina una amplia variedad de productos y canales. No obstante, como se puede deducir del contenido de la presente sección, consolidar el buen desarrollo del mercado de capitales no es un fin en sí mismo, sino el medio para un objetivo más amplio de desarrollo económico y social.

A pesar de las ventajas de tener un mercado de capitales desarrollado, el mercado de colombiano es aún poco profundo y cuenta con escasa liquidez. Lo anterior, se evidencia en el reducido número de participantes, la baja variedad de instrumentos y la fuerte concentración que existe en el mercado de deuda pública. Por lo que es de gran importancia propender por su crecimiento y consolidación, para así conseguir todos los beneficios que implica el buen desarrollo de un mercado de capitales local.

2. El problema de la baja educación financiera en el país

En gran medida, una de las principales causas de la baja profundidad del mercado de capitales local es la poca educación financiera en el país. La mayoría de los colombianos no saca provecho de los beneficios que ofrece el sistema financiero, principalmente porque no los conoce. Lo anterior se ve reflejado en la reducida cultura de inversión en la población.

En primer lugar, se debe destacar que el fenómeno se concentra principalmente en el segmento de las personas naturales. En efecto, se ha creado una asociación cercana entre los conceptos de ahorro e inversión, que se combina con una alta aversión al riesgo de los clientes. Lo anterior resulta en una asignación subóptima de los recursos que desincentiva la aparición de nuevos instrumentos propios del mercado de capitales y limita sus posibilidades de diversificación y profundización, así como el aprovechamiento completo de su oferta de valor⁸. Como consecuencia, el inversionista típico probablemente no entiende a cabalidad la diferencia entre los riesgos que se asumen en el mercado intermediado versus el mercado de capitales. En el caso específico de la renta variable es probable que la mayoría de las personas no comprenda el tipo de perfil riesgo-retorno que un activo implica y que tampoco cuente con los instrumentos necesarios para comprender la formación de precios en este mercado. Así mismo, de acuerdo con Maignushca, resulta muy probable que en la renta fija también se tenga una baja comprensión sobre la valoración a precios de mercado de un portafolio.

Entonces, si bien el reto de la educación financiera debe asumirse desde la creación de incentivos por parte las diferentes instituciones para que los clientes cuenten con un conocimiento suficiente sobre el funcionamiento del mercado, también debe centrarse en la generación de una oferta de productos y servicios que resulten acordes con los gustos y las necesidades de los consumidores. De igual forma, se debe procurar hacer más incluyente al mercado de capitales, para conseguir una democratización efectiva del ahorro y la inversión.

Como se verá en las siguientes secciones, la digitalización tiene un rol fundamental en la profundización del mercado de capitales, en el fomento de la educación financiera en el país y en la democratización y uso del mercado de capitales local.

⁸Maignushca, A. (2016). Una Visión de la Industria de Fondos de Inversión Colectiva en Colombia. Asofiduciarias.

3. La digitalización como herramienta transformadora para la profundización del mercado de capitales

La presencia de herramientas que automatizan, simplifican y mejoran los procesos ha cambiado por completo el paradigma de los mercados financieros al situar en la palma de la mano a un sistema que para la mayoría parecía complejo y alejado. El progreso tecnológico permite una mayor eficiencia operativa, modifica la estructura y gestión de las empresas y promueve un ambiente de innovación. Atado a lo anterior, el avance tecnológico facilita el acceso a los mercados internacionales de usuarios poco tradicionales como las Pymes y los inversionistas minoristas. Además, genera mejores soluciones y dinamiza los negocios hacia un entorno más competitivo que permite la profundización del mercado de capitales local⁹.

Es claro que las tecnologías digitales se encuentran cada vez más incrustadas en la actividad diaria del mercado de capitales. La digitalización tiene el potencial de generar enormes disrupciones positivas y la incursión de nuevas herramientas tecnológicas y plataformas de negociación aumentan el dinamismo y el volumen transaccional, con lo que se obtiene un mayor desarrollo y profundización del mercado de capitales. Actualmente, se cuenta con al menos 5 grandes frentes en los que ha avanzado el proceso de digitalización en este mercado: (i) la irrupción de las Fintech y el uso de nuevas tecnologías en el mercado de capitales; (ii) la automatización de procesos; (iii) la prestación de nuevos servicios; (iv) la aparición de nuevos productos; (v) la adaptación de la regulación a la transformación de la industria.

3.1. Fintech: los nuevos agentes del mercado de capitales

En primer lugar, para analizar el potencial de los nuevos agentes tecnológicos es necesario comprender los conceptos de *front office*, *middle office* y *back office*. El *front office* hace referencia a la cara de las firmas frente al público, es decir, agrupa aquellas áreas de la organización que gestionan la interacción con el cliente. Ejemplos claros de funciones que se desarrollan en el *front office* del mundo financiero son el manejo de portafolios, el asesoramiento, las negociaciones de activos y las ventas. Por su parte, el *middle office* suele estar encargado del manejo del riesgo, del cálculo de los beneficios o pérdidas y de las Tecnologías de Información (IT, por sus siglas en inglés). El *middle office* también se encarga de asegurar la legalidad de las operaciones, que se cumpla con los acuerdos pactados y de realizar el seguimiento y procesamiento de todas las transacciones que hace el *front office*. Finalmente, el *back office* se compone por el personal administrativo y de apoyo que no está orientado al cliente, sino que se encarga de la gestión interna de la empresa. Para la resolución de problemas complejos del *front office*, *middle office* y *back office* han surgido nuevos participantes, conocidos bajo el nombre de *Fintech*, que se han posicionado dentro del novedoso ecosistema digital del mundo financiero. En la presente sección, se describen los principales avances tecnológicos propuestos por las *Fintech*, particularmente en el uso del *Big data*, inteligencia artificial, tecnología *Blockchain* y almacenamiento en la nube.

⁹Asobancaria. (2021). "La digitalización: proceso transformador de los mercados de capitales". Banca & Economía. Recuperado de: https://www.asobancaria.com/wp-content/uploads/2021/04/1274_BE.pdf

En primer lugar, la incorporación del *Big data* y de la analítica de datos a las compañías que hacen parte del mercado de capitales representa enormes ventajas para el *front office*, *middle office* y *back office*. Su utilidad en la transferencia, el procesamiento y el análisis de información permite la toma efectiva de decisiones y el correcto funcionamiento de las operaciones. Por lo tanto, de acuerdo con Asobancaria, se puede considerar que estos nuevos participantes son la piedra angular del proceso de digitalización del mercado de capitales. Por un lado, la minería de datos, el aprendizaje de máquinas y la inteligencia artificial proveen al *front office* de las compañías de nuevas visiones y conocimientos que se traducen en ideas innovadoras. El alcance de las anteriores herramientas va desde las mejoras en la gestión de las relaciones electrónicas con los clientes (eCRM, por sus siglas en inglés) hasta herramientas que permiten la predicción del impacto de eventos sobre el precio de las acciones, para así realizar mejores recomendaciones y contar con más información para la toma de decisiones.

Tabla 1 Inteligencia artificial en los mercados de capitales

Inteligencia artificial: combinación de algoritmos generados con el propósito de que las máquinas desempeñen funciones propias de los seres humanos.

| Trading Algorítmico | Roboadvisors | Contratos inteligentes |
|---|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> • Uso de los algoritmos para ejecutar y compra o venta de instrumentos financieros. | <ul style="list-style-type: none"> • Servicios en línea que brindan asesoría financiera a inversionistas para la gestión de activos en portafolios de inversión. | <ul style="list-style-type: none"> • Contratos que se ejecutan por sí mismos sin la intermediación de terceros. • Se escriben en código informático. • Almacenan electrónicamente la documentación, permiten la firma electrónica y analizan y ejecutan las reglas establecidas en el acuerdo. |

Fuente: Asobancaria.

No obstante, las aplicaciones más interesantes de la analítica de datos se concentran en los procesos del *middle office* y del *back office*. En las operaciones, la analítica de datos se puede utilizar para impulsar la captura comercial predictiva o mejorar las conciliaciones y el análisis de causa raíz. Además, se pueden elaborar herramientas muy sofisticadas que permitan anticipar y señalar los riesgos financieros y operacionales¹⁰.

Como complemento, el *Blockchain* consiste en un registro único consensuado y distribuido en varios nodos de una red que permite la transferencia de un valor o activo de un lugar a otro sin intervención de terceros. De acuerdo con Asobancaria, en el mercado de capitales el uso del *Blockchain* permite la automatización y descentralización de algunos procesos sin necesidad de utilizar intermediarios como las cámaras de compensación. De forma más específica, el *Blockchain* funciona como un libro mayor compartido o público e inmutable en el cual se facilita el registro de las transacciones sin requerir de un agente centralizado.

¹⁰Mckinsey & Co. & Company (2015). "Las dos rutas para el éxito de la digitalización de los mercados de capitales". Recuperado de: <https://www.Mckinsey & Co..com>

La tecnología guarda información en bloques en tiempo real y, una vez vinculada con la cadena de información previa, se vuelve impermutable. Lo anterior elimina la posibilidad de tener modificaciones que lleven a inconsistencias en la información, ya que una vez la información en un nuevo bloque es vinculada a la cadena es imposible de modificar. Adicionalmente, agiliza el proceso de obtención de información y le da mayor precisión. Como consecuencia, *Blockchain* es ideal puesto que proporciona datos inmediatos, compartidos y completamente transparentes almacenados en un libro mayor distribuido inalterable al que únicamente los miembros autorizados tienen acceso. Además, debido a que los usuarios comparten una única fuente fidedigna de información, se pueden ver todos los detalles de una transacción de principio a fin. En síntesis, el *Blockchain* otorga mayor transparencia, confiabilidad y eficiencia, a la vez que reduce el riesgo y los costos¹¹.

Tabla 2 Beneficios del *Blockchain* en el mercado de capitales



Fuente: *Fintechgración.*

La tecnología del *Blockchain* se conoce principalmente por su relación con Bitcoin y otras criptomonedas que serán abordadas más adelante, pero está siendo considerada para otras aplicaciones en finanzas, en particular como una arquitectura de liquidación avanzada, pero también para transferencias complejas de activos y mensajería de transacciones.

¹¹IBM. "¿Qué es la tecnología de Blockchain?". Recuperado de: <https://www.ibm.com/es-es/topics/what-is-blockchain>

Tabla 3 Usos actuales del Blockchain

| Activos inteligentes | DLTs |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> ▶ Acciones, bonos o contratos de derivados. ▶ Se traducen en código para simplificar los procesos de intercambio. | <ul style="list-style-type: none"> ▶ Bases de datos para registrar información que es administrada por varios participantes. ▶ Permite almacenar y utilizar datos descentralizados y distribuidos tanto de forma privada como pública. |

Fuente: Asobancaria.

De acuerdo con Mckinsey & Co., es justamente en las liquidaciones en las que se considera que la tecnología Blockchain tiene el mayor impacto. En este frente se ven la reducción del riesgo, la mayor facilidad para realizar transacciones bilaterales, los menores costos y la reducción significativa del tiempo como los principales beneficios potenciales.

Por último, los servicios de almacenamiento en la nube, que consisten en modelos de almacenamiento de datos basados en redes de computadores en los que la información está alojada en espacios virtuales aportados por terceros, también generan un gran mejoramiento en la eficiencia de los negocios y, con el tiempo, se han convertido en una pieza clave dentro de los ecosistemas digitales de las compañías¹². En este punto, es pertinente mencionar que en línea con los servicios de almacenamiento en la nube ha surgido el *cloud computing*, el cual va mucho más allá. El *cloud computing* ofrece una serie de servicios con impactos positivos en la productividad, el desempeño, la reducción de costos, la seguridad de las empresas y el desarrollo de herramientas orientadas al cliente. Lo anterior, por medio del potenciamiento de las IT de las compañías con servicios tales como: *infrastructure as a service*, *platform as a service* y *software as a service*¹³.

Para el sector financiero, la infraestructura de computación en la nube se ha materializado en una oportunidad para evolucionar procesos operativos hacia soluciones más eficientes. De igual forma, la irrupción de las *Fintech*, ha eliminado fricciones para los clientes al ofrecerles servicios financieros completamente digitales a costos muy bajos o incluso nulos a partir de plataformas soportadas enteramente en servicios de la nube. Trasladar operaciones a la nube es atractivo para las empresas porque a cambio de invertir en bienes físicos, se pueden adquirir suscripciones a este tipo de servicios y realizar pagos con periodicidades mensuales o anuales. Adicionalmente, el pago asociado se determina de acuerdo con la cantidad de datos y el número de usuarios que harán uso del servicio, facilitando la posibilidad de ajustar las operaciones con base en sus necesidades¹⁴.

Como resultado, Asobancaria señala que las *Fintech* se están convirtiendo en aliados de las entidades financieras desde la toma de decisiones de inversión hasta el procesamiento de las operaciones post-trading, ayudando a la solución de problemas y a la ejecución eficiente de procesos.

¹²Accenture. (2018). "Capital Markets: The Digital Opportunity for Improved Competitiveness. Get Comfortable outside your Comfort Zone". Oxford Economics. Recuperado de: https://www.accenture.com/_acnmedia/PDF-92/Accenture-Capital-Markets-Digital-Opportunity-for-Improved-Competitiveness.pdf

¹³Klimetova, M. (2016). "Cloud computing: More than just storage". Columbia University. IBM. Recuperado de: <https://www.ibm.com/blogs/cloud-computing/2016/11/08/cloud-computing-storage/>

¹⁴Asobancaria. (2018). "Computación en la nube para entidades financieras: ¿qué se debe tener en cuenta?" Banca & Economía. Recuperado de: <https://www.asobancaria.com/wp-content/uploads/1164.pdf>

3.2. La automatización de los procesos del mercado de capitales

Hasta hace muy pocos años el trading se realizaba sobre el mostrador (OTC, por sus siglas en inglés). El proceso implicaba transacciones por llamada telefónica y correo electrónico. De forma aún más rudimentaria, al menos para los estándares actuales, los precios se confirmaban por medio de documentos que debían remitirse por correo certificado, la información se almacenaba en hojas de cálculo y la interacción entre las partes era directa.

Hoy en día la tecnología se ha incorporado en cada uno de los procesos de trading. El avance de la automatización ha permitido que se hagan procesos como la recopilación de información por medio de las bolsas de valores globales, el procesamiento de datos en tiempo real, el anonimato de las operaciones, la automatización de las transacciones por medio de la definición de parámetros o reglas de ejecución y la confirmación de las operaciones por medios electrónicos de forma inmediata. De manera similar a los nuevos agentes descritos en la sección anterior, las nuevas tecnologías enfocadas en la automatización no solo presentan importantes mejoras para el *front office*, sino que también aportan gran agilidad y permiten una reducción de costos significativa en las labores del *middle office* y del *back office*.

La automatización de procesos en los mercados de capitales ha permeado la cadena de valor a tal punto que la mayoría de las transacciones se hacen de forma digital en los países más desarrollados y se espera que se expanda en un futuro cercano y se incremente la oferta de productos y servicios tecnológicos innovadores. El incremento en el volumen de transacciones y la importante reducción de costos evidenciada en los años recientes dan muestra del rol protagónico de la automatización en el desarrollo y en la profundización del mercado de capitales.

Tabla 4

Reducciones en el costo y aumento de volúmenes con la ola de digitalización

| Periodo | Producto | Reducción de costos | | Incremento en el volumen |
|-------------|---|---------------------|------------------|--------------------------|
| | | Pre-electrónico | Post-electrónico | |
| 1999 - 2004 | Bonos del tesoro (pbs) | 2,4 | 0,5 | 2,7x |
| 1980 - 2001 | Acciones en efectivo cotizadas en bolsa (pbs) | 117 | 21 | 3,9x |
| 2003 - 2012 | S&P 500 (pbs) | 11 | 8 | 2,2x |
| 1999 - 2011 | Opciones de acciones (puntos de volatilidad) | 2,5 | 0,5 | 9,5x |
| 1992 - 2012 | Divisas al contado (pps) | 3,5 | 1 | 3,8x |

Fuente: Mckinsey & Company. Las dos rutas para el éxito de la digitalización de los mercados de capitales.

En esencia, de acuerdo con McKinsey & Co., la automatización constituye un complemento que introduce innovaciones a los procesos de negocio actuales sin que se traduzca en cambios significativos para las actividades desempeñadas. En consecuencia, las empresas pertenecientes al mercado de capitales pueden escoger aquellas plataformas o servicios que tengan más sentido para sus labores diarias. Dada la importancia de la simplificación y automatización de procesos y sus efectos comprobados en la reducción de costos y en el incremento del volumen de transacciones, es esperable contar con inversiones significativas en este rubro.

4. Nuevos servicios como forma de atraer más inversionistas y generar financiamiento para los emprendimientos

La baja profundidad del mercado y la poca educación financiera de la población colombiana crean obstáculos significativos al crecimiento y consolidación de un mercado de capitales ampliamente desarrollado. Como respuesta a eso, la digitalización del mercado de capitales ha tomado un rol protagónico al facilitar el ingreso de nuevos participantes que disponen el terreno para una mayor profundización y diversificación de la oferta de servicios y productos en el sistema financiero. El *Crowdfunding* y el e-trading son una muestra de ello.

En primer lugar, el *Crowdfunding* es un mecanismo de recaudo colectivo de recursos a través de herramientas digitales que permite financiar emprendimientos e impulsar su crecimiento¹⁵. Si bien en países más desarrollados la figura cuenta con mayor recorrido, en Colombia la adaptación del mecanismo es relativamente reciente. El sistema cuenta con beneficios tanto para inversionistas como para las empresas que participan de las rondas de financiamiento. Los inversionistas minoristas cuentan con una manera de invertir su dinero con retornos importantes y las empresas, en su gran mayoría Pymes, logran conseguir recursos a bajo costo para sus proyectos.

En Colombia el *Crowdfunding* ha tomado forma a partir de A2Censo, iniciativa que lideró la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) en 2019. El autodenominado “ecosistema de inversión y financiación” permite que los colombianos potencialicen sus ahorros mientras financian proyectos de empresas colombianas que carecen de los recursos necesarios. El proceso consta de 5 etapas. Primero, la empresa solicita financiación a la plataforma, que evalúa y aprueba la campaña de acuerdo al modelo de negocios planteado. Con la aprobación de la plataforma se publica la campaña en la plataforma digital de A2Censo, en la que cualquier individuo con usuario registrado puede acceder a la información del proyecto y tomar la decisión de inversión. Las campañas pueden ser de deuda o de patrimonio, dependiendo del proyecto y las necesidades y preferencias de la empresa. Al llegar a la meta de financiación, que es estipulada por la empresa y aprobada por la plataforma, se clausura la campaña de inversión. Con el giro de los recursos la empresa recibe el dinero y puede poner en marcha el proyecto planteado. Por último, con el desarrollo exitoso del proyecto la empresa puede realizar pagos a sus inversionistas o convertirlos en accionistas, dependiendo del tipo de campaña.

¹⁵Bancolombia. (2020) “6 plataformas *Crowdfunding* para el apalancamiento de proyectos de emprendimiento”. Recuperado de: <https://www.bancolombia.com/negocios/actualizate/emprendimiento/plataformas-crowdfunding-emprendimiento>

Se debe resaltar que no todas las empresas pueden acceder a los beneficios que brinda A2Censo a partir del Crowdfunding. Para empezar, la empresa debe estar constituida jurídicamente, lo que incentiva la formalización al brindar un nuevo beneficio como posibilidad de financiamiento. Las empresas que participan deben reportar entre COP 900 – COP 50.000 millones. Por último, la empresa debe contar con al menos tres años de operación, lo que ayuda a resguardar los ahorros de quienes invierten garantizando antigüedad y experiencia de quienes usan sus recursos. Bajo ese sistema de financiamiento la plataforma A2Censo ha logrado conectar a casi 9 mil inversionistas con más de 100 campañas exitosas. En total, se han realizado 36.199 inversiones en la plataforma para el financiamiento de COP 51.138 millones.

Las inversiones que se realizan en la plataforma son relativamente seguras, debido a que hasta el 70% de los montos transados cuentan con el respaldo del Fondo Nacional de Garantías (Fogafín). Lo anterior se ve reflejado en la elevada demanda, tanto de inversionistas como de empresas, a la que se enfrenta la plataforma. Más de 10 empresas han financiado sus proyectos de inversión más de una vez con la plataforma, lo que indica un primer acercamiento exitoso con el *Crowdfunding*. Los inversionistas también han respondido positivamente al servicio de intermediación prestado por la plataforma. De hecho, algunas de las campañas han alcanzado su meta y cerrado las puertas a inversiones adicionales en menos de 30 segundos.

Se debe resaltar que A2Censo no es la única plataforma de este tipo en el país. Durante la última década el mecanismo del Crowdfunding se ha popularizado y se han creado múltiples plataformas que buscan solucionar el problema de falta de financiamiento para las Pymes. Algunas de las plataformas colombianas más conocidas son: Help, LittleBigMoney, YoApoyo, Skyfunders, Vaki, entre otros. En el sector también han entrado plataformas de otros países que buscan explotar el mismo nicho de mercado. Algunas de las empresas internacionales que hoy operan en Colombia son: Gofundme, Kickstarter, Ulule, Indiegogo, entre otras.

A medida que se den a conocer más esas plataformas y se den mayores avances en la regulación vigente que permita disminuir las asimetrías de información en las decisiones de inversión se podrá reducir la intermediación en el proceso de financiamiento, lo que permitirá contar con menores tasas de endeudamiento y en general un mayor acceso a crédito para las Pymes. De manera adicional, las plataformas de e-trading surgieron para ampliar el número de participantes en el mercado de renta variable. En las plataformas de e-trading los inversionistas pueden operar sus portafolios de forma directa y reducen los costos de intermediación que suelen ser obstáculos para la democratización de la inversión. Aunque en 1992 se estableció la primera plataforma de e-trading en el mundo, no fue sino hasta 2009 que la BVC habilitó por primera vez la tecnología necesaria para que las comisionistas locales pudieran implementar las plataformas para la prestación del servicio. Desde entonces, el e-trading se ha convertido en una herramienta clave del mercado de capitales para impulsar las inversiones en el país.

La relevancia de estas plataformas se desprende de las características y los beneficios que le ofrece a los usuarios. En primer lugar, representa una alternativa para los inversionistas que desean negociar en el mercado de manera independiente. De esta forma, no hay necesidad de contar con un asesor financiero para realizar las operaciones, las cuales se pueden llevar a cabo desde cualquier lugar y en cualquier momento. Eso resulta en bajos costos de comisión y en autonomía para los inversionistas y le permite a los usuarios el acceso y el monitoreo constante de las inversiones. En segundo lugar, el e-trading permite

democratizar la actividad inversionista al diseñar plataformas ágiles, amigables, sencillas e intuitivas que ayudan y facilitan la participación de personas que no son expertas en el mercado de valores. Igualmente, son plataformas robustas y completas que ofrecen información en tiempo real del mercado de valores, que, en la mayoría de los casos, está acompañada de capacitaciones virtuales, informes especializados y/o análisis que son claves para apoyar y guiar las inversiones de sus clientes. A su vez, permite la incursión de nuevos participantes al contar con montos mínimos de inversión inferiores a los requeridos en el método tradicional.

El tercer punto a resaltar se relaciona con el respaldo que deben tener las plataformas de una Sociedad Comisionista de Bolsa. Debe necesariamente contar con autorización de la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC), lo que garantiza la vigilancia por parte del Supervisor y el cumplimiento de la regulación del Autorregulador del Mercado de Valores. En otras palabras, las plataformas deben cumplir las reglas que exige la BVC. Ese mecanismo de vigilancia y regulación, da entonces, confianza sobre las actividades que se desarrollan en estas plataformas.

Ahora, acceder a los beneficios de participar el mercado es relativamente fácil. Solo se debe crear una cuenta en la plataforma de e-trading y cumplir con los requerimientos que esta exige, los cuales suelen ser pocos. En Colombia son cuatro las plataformas que brindan acceso al mercado de valores a través del e-trading: Home Broker de Davivienda Corredores, Credicorp Capital Digital, Trii de Acciones y Valores y Bancolombia E-trading.

5. Aparición de nuevos productos

Sin duda alguna, la principal innovación que se ha dado en el ecosistema digital es la irrupción de las billeteras digitales. Según Colombia Fintech, una billetera digital es una herramienta virtual que permite guardar dinero y realizar operaciones financieras sin tener una cuenta bancaria.

Las billeteras digitales fueron introducidas en Colombia hace más de una década con la incursión de Daviplata, pero su uso fue bastante limitado hasta hace poco. Se consideraba que el crecimiento de las billeteras digitales se enfrentaba a un techo su número de usuarios, debido a la cantidad de colombianos que no contaban con acceso a internet. Fue durante la pandemia cuando las billeteras digitales sacudieron por completo al sistema financiero presencial, que consistía en dirigirse a los bancos para el manejo del efectivo. La imposibilidad de asistir a las oficinas presenciales para quienes ya contaban con una cuenta bancaria, la necesidad de quienes recibían apoyos del Gobierno de contar con una herramienta virtual para recibir los depósitos y la practicidad de realizar pagos sin contacto llevó a un número importante de colombianos al mundo de las billeteras digitales. Además, hubo un crecimiento notable en el acceso a internet que complementó la oferta de nuevos productos. El informe de Colombia Fintech¹⁶ señala que “al menos dos millones de personas se conectaron por primera vez al internet”.

Lo anterior se ve reflejado en el creciente número de usuarios y transacciones en billeteras digitales. Tan solo en 2019 Daviplata apenas contaba con un poco más de seis millones de usuarios, mientras que hoy cuenta con casi catorce millones¹⁷. Un incremento igual de

¹⁶Colombia Fintech. (2021) “Así está el panorama del ‘boom’ de las billeteras digitales en Colombia”. Recuperado de: <https://colombiafintech.co/lineaDeTiempo/articulo/asi-esta-el-panorama-del-boom-de-las-billeteras-digitales-en-colombia>

¹⁷Colombia Fintech. (2022) “¿Cuáles son y cómo están las billeteras digitales en Colombia?”. Recuperado de: https://www.colombiafintech.co/lineaDeTiempo/articulo/cuales-son-y-como-están-las-billeteras-digitales-en-colombia?utm_campaign=Colombia%20Fintech&utm_medium=email&utm_source=Revue%20newsletter

importante se vio en Nequi, billetera digital de Bancolombia. La plataforma pasó de tener dos millones de usuarios en 2019 a 5 millones en 2020 y 10 millones en 2022. Durante 2022 Daviplata movió más de COP 34 billones y Nequi más de COP 75 billones. Tpaga y Tuya Pay son otras de las billeteras digitales con mayor crecimiento, contando con 1 millón y cerca de 850 mil usuarios, respectivamente.

También ha sido notable el crecimiento de las Sociedades Especializadas en Depósitos y Pagos Electrónicos (SEDPE). La más importante es la plataforma Movii, que a cierre de 2022 contaba con más de 2 millones de usuarios que realizaron 19 millones de transacciones para un monto transado superior a los COP 2 billones.

Si bien las billeteras digitales han representado un paso agigantado para la inclusión en el sistema financiero, las herramientas hasta ahora consideradas cuentan con una limitación importante, herencia de las dificultades de las cuentas bancarias: la dificultad de transferir efectivo entre cuentas de distintas entidades. En línea con la problemática expuesta, en 2020 ACH-Colombia lanzó con el apoyo de USAID, a través de la iniciativa Finanzas Rurales, “Transfiya”. Un servicio de pagos instantáneos que le permite a los usuarios, a cualquier hora del día, enviar y/o recibir pagos en segundos a través de la aplicación móvil de su entidad financiera, siempre y cuando estas tengan convenio con Transfiya. La principal contribución de la plataforma al mercado de capitales es la conectividad que posibilita entre las distintas entidades bancarias en tiempo real, a la vez que incrementa el número de personas con acceso y uso de instrumentos financieros de forma digital.

El proceso de transferencia entre entidades parte de un modelo de prefinanciamiento vía Cuentas de Depósito (CUD) hacia una cuenta designada de ACH-Colombia en el Banco de la República. Ahí ACH-Colombia refleja de forma manual los saldos de las entidades bancarias participantes en los libros internos. Luego, Transfiya liquida los pagos en sus propios libros de forma continua, en tiempo real y en bruto, los cuales se encuentran sujetos a la disponibilidad de fondos en la cuenta del participante.

En la actualidad la plataforma cuenta con 14 instituciones financieras participantes, de las cuales 9 son entidades bancarias (Bancolombia, Davivienda, Banco de Bogotá, Banco Caja Social, Banco AV Villas, Banco Serfinanza, Itaú, Banco Finandina y Banco Cooperativo Coopcentral) dos billeteras digitales (Nequi y Daviplata), una cooperativa (Confiar coop) y dos Sociedades Especializadas en Depósitos Electrónicos – SEDPE (Movii y Dale!). El modelo de Transfiya, junto con la participación de las instituciones financieras, han llevado a que la plataforma se convierta en un hito de la conectividad financiera del país. Lo anterior se evidencia en las cifras reportadas por la entidad en los primeros cuatro meses de 2022 (enero-abril). El número de usuarios activos que hicieron uso de la plataforma ascendió al 1.328.126, los cuales realizaron 3.941.664 transferencias exitosas. Eso representó un crecimiento de 363%¹⁸ frente al mismo periodo de 2021.

De forma paralela al crecimiento de las billeteras digitales, se ha presentado una importante revolución de las criptomonedas. Durante la última década se ha visto un interés creciente alrededor del mundo por las divisas descentralizadas y Colombia no es la excepción.

Si bien el fin último de las innovaciones brindadas por la tecnología *blockchain* y la instauración de las criptomonedas es reemplazar las monedas centralizadas, las monedas virtuales aún no juegan un rol significativo como medio de pago en el intercambio de bienes y servicios. El uso más común para las criptomonedas es el de inversión por quienes

¹⁸Cifras tomadas de <https://www.transfiya.com.co/home>.

tienen un mayor apetito hacia el riesgo y buscan retornos más elevados. En ese sentido, se prevé que en el corto plazo la situación actual se mantenga y las criptomonedas no salgan de su uso mayoritario como activo de inversión, por lo que llamarlas criptoactivos resulta más acertado.

Colombia, cabe anotar, muestra una participación importante en el mercado de los criptoactivos frente al resto de países de la región. De hecho, es el segundo país con mayor participación en el volumen de Bitcoin, el criptoactivo de mayor capitalización de América Latina. Según cifras de la firma privada Statista¹⁹, el 21% de los Bitcoins en América Latina están en Colombia, porcentaje solo superado por Venezuela (47%). En 2020, el volumen de negociación de Bitcoin en el país alcanzó un registro de USD 147 millones. El país ya cuenta con 39 cajeros Bitcoin instalados, de los cuales 26 se ubican en Bogotá. Además, en los últimos años se ha visto la llegada de distintas plataformas a partir de las cuales los colombianos pueden comprar y vender este tipo de activos. Binance es la plataforma de mayor uso en Colombia, a febrero del año pasado la aplicación contaba con casi 4 mil usuarios activos. Otras aplicaciones como Blockchain Wallet y Trust también cuentan con un número importante de usuarios: cada una tiene más de 2 mil usuarios activos.

Este año el fenómeno de los criptoactivos ha penetrado aún más en las billeteras de los colombianos. Durante el primer trimestre del año se realizaron 1,2 millones de descargas de aplicaciones de intercambio de criptomonedas. De todas las descargas de aplicaciones 58% corresponden a Binance, que continúa siendo la plataforma más utilizada. El porcentaje restante se divide homogéneamente entre las otras plataformas, siendo MetaMask y Trust las otras dos aplicaciones en el podio con el 4% y 3% de las descargas, respectivamente.

A pesar del creciente interés de los colombianos en los criptoactivos de inversión, encontramos una volatilidad importante en sus precios que, sumado a la falta de información, hace que su inserción en el sistema financiero colombiano sea inferior al potencial. Además, hay un rezago en la regulación pertinente que desincentiva el uso de estas, aspecto en el que ahondaremos en la siguiente sección.

Por otra parte, las finanzas sostenibles se han convertido en un eje central de la agenda de las entidades financieras, los inversionistas y las autoridades, razón por la cual los mercados de capitales se han transformado en un vehículo para el cumplimiento de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de las Naciones Unidas. En particular, se ha despertado un interés en los inversionistas frente al desempeño de los criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG) de las organizaciones, que se deriva principalmente de la preocupación frente al impacto que los asuntos de sostenibilidad pueden tener en los negocios, como lo son los eventos ambientales o climáticos adversos, las crisis sociales, la inestabilidad económica y los escándalos éticos y de corrupción que pueden afectar la continuidad de un negocio, los flujos de efectivo y los rendimientos financieros.

En otras palabras, los criterios ASG incorporan todos aquellos temas que representan riesgos frente a la capacidad que tiene una empresa de implementar su estrategia de sostenibilidad y generar valor. Es evidente que poder integrar este enfoque en la gestión y en la valoración del desempeño de una empresa es equivalente a gestionar los retos más apremiantes del mundo como lo son la inequidad, la generación de empleo, la educación, el cambio climático, el crecimiento económico sostenible y la biodiversidad, entre otros²⁰. De manera particular, los bonos ambientales, sociales y de gobierno corporativo son

¹⁹Statista. (2022). "Distribución porcentual del volumen de Bitcoin en América Latina en abril de 2022, por país". Recuperado de: <https://es.statista.com/estadisticas/1267338/latinoamerica-porcentaje-de-bitcoin-por-pa>

²⁰Global Reporting Initiative & Bolsa de Valores de Colombia. (2020). "Guía para la Elaboración de Informes ASG para Emisores en Colombia". Recuperado de: <https://media.graphassets.com/ALqo0HwwRmOuNV11wNeV is/>

instrumentos de deuda enfocados en financiar inversiones socialmente responsables. De acuerdo con Asobancaria, estos instrumentos son de enorme importancia para la atracción de capital privado para la financiación del crecimiento económico sostenible, y hacen parte de las iniciativas para la profundización de los mercados de capitales globales.

Ahora, la digitalización desempeña un rol protagónico para el potenciamiento de los criterios ASG. Tanto las iniciativas digitales como los criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo tienen como objetivo abordar las expectativas cambiantes de los stakeholders y la forma en que los modelos operativos y comerciales en evolución impactan en el mundo y satisfacen las necesidades de la sociedad. El impacto más directo que se evidencia es la mejora en la recolección, reporte y análisis de datos que permiten alimentar todos los aspectos de un negocio. Además, el *cloud computing*, la automatización, la inteligencia artificial y el *blockchain* generan nuevas herramientas para alcanzar objetivos críticos, como el cumplimiento normativo, la protección de datos, la productividad de la fuerza laboral, etc.

De forma más delimitada, las organizaciones financieras tienen la necesidad de contar con métricas que permitan capturar el progreso digital y ASG de una manera más holística, pues incorporar ambos criterios y avances a la medición del desempeño constituye un paso importante. Algunas empresas están incluso desarrollando indicadores clave de rendimiento que incorporen elementos como el volumen de transacciones digitales procesadas, la apertura de cuentas en línea, las confirmaciones de auditorías digitales, el uso de la interfaz de programación de aplicaciones, las tasas de conciliación de pagos o cuentas por cobrar automatizadas, el uso de tarjetas virtuales, entre otros avances, de forma que puedan demostrar su compromiso con la resiliencia operativa, el sostenimiento del ecosistema corporativo y la buena gobernanza²¹.

Los criterios ASG tienen el poder de evolucionar los negocios y modelos operativos tal que se logren impactos positivos para el mundo y se satisfagan las necesidades de la población. Una gran cantidad de compañías prioriza los criterios ASG en su transformación digital y aquellas que lo hacen tienen mayor éxito en el proceso. La medición de datos, el apoyo digital para la toma de decisiones, el monitoreo y mitigación del riesgo, el crecimiento sostenible y el acceso a plataformas y ecosistemas cobran cada día mayor relevancia²².

Junto al gobierno corporativo, el enfoque social también cuenta con alta importancia e impacto directo en el mejoramiento de la vida de las personas. La profundización del mercado de capitales permite la apertura de nuevos mercados y posibilita la financiación de proyectos por medio de programas innovadores que puedan otorgar apoyo a emprendimientos con un marcado sentido social. Además, la digitalización financiera, como se ha discutido, permite una mayor democratización del crédito, el ahorro y la inversión con mayores facilidades y menores costos. De acuerdo con Mitra y Pittaluga, a medida que las tecnologías digitales se transforman, muchas empresas descubren que la tecnología ofrece una verdadera sinergia con los objetivos ASG. En lugar de entrar en conflicto entre sí, pueden ser fuerzas complementarias que ayuden a las organizaciones a lograr prioridades de importancia crítica cada vez más cruciales para los empleados, los clientes y demás stakeholders.

²¹Mitra, S., & Pittaluga, E. (2021). "Digital Transformation and Environmental, Social & Governance: A Perfect Synergy for Today's Rapidly Evolving World. Treasury and trade solutions." Citi. Recuperado de: https://www.citibank.com/tts/insights/assets/docs/articles/2063965_ESG-Article.pdf

²²Charanya, T., Hutchinson, R., de Laubier, R., & Maher, H. (2022). "The Five Digital Building Blocks of a Corporate Sustainability Agenda". Recuperado de: <https://www.bcg.com/publications/2022/building-blocks-of-corporate-sustainability-agenda>

Finalmente, de acuerdo con ANIF, los modelos de ahorro e inversión colectiva son los que permiten un mayor acceso de las personas a los instrumentos de inversión, a la vez que garantizan la gestión más adecuada del riesgo. Sus principales beneficios se pueden resumir en: menores costos, mayor diversificación, facilidad de uso por asesoría personalizada y manejo profesional de las inversiones. Por lo anterior, es de gran importancia para el mercado de capitales colombiano y para las posibilidades de inversión de los habitantes del país, que se impulsen mecanismos de inversión colectiva que cuenten con variedad de perfiles de riesgo, de objetivos y de plazos. Para esta finalidad, resulta esencial la promoción del crecimiento de los Fondos de Inversión Colectiva (FIC).

Los FIC consisten en un mecanismo de ahorro e inversión a través del cual se invierten los recursos de múltiples actores, tanto personas como empresas, en un portafolio de activos. La gestión de los recursos invertidos en los fondos es realizada por las entidades autorizadas para desarrollar esta actividad y los resultados económicos obtenidos de la inversión son repartidos diariamente entre los clientes de forma proporcional a su participación. Las inversiones realizadas en estos fondos pueden ser en activos financieros (como lo son las acciones, los bonos corporativos, los CDT y los TES), o en activos no financieros (como los inmuebles y los derechos de contenido económico). Los FIC solo pueden ser administrados por las sociedades comisionistas de bolsa de valores, las sociedades fiduciarias y las sociedades administradoras de inversión. Por tanto, según ANIF, los FIC representan una alternativa de ahorro e inversión ideal, ya que cuentan con una gestión altamente capacitada que genera confianza, prestan una asesoría especializada que permite una mejor comprensión de las decisiones de inversión, tienen diversos mecanismos de revelación de información sobre el desempeño del fondo, realizan inversiones diversificadas, requieren montos bajos de dinero para su apertura, obtienen alto provecho de las economías de escala que permiten la reducción de costos al distribuirlos entre varios inversionistas, cuentan con independencia y vigilancia y permiten ajustar las inversiones al perfil de riesgo, al plazo y a los objetivos de cada cliente.

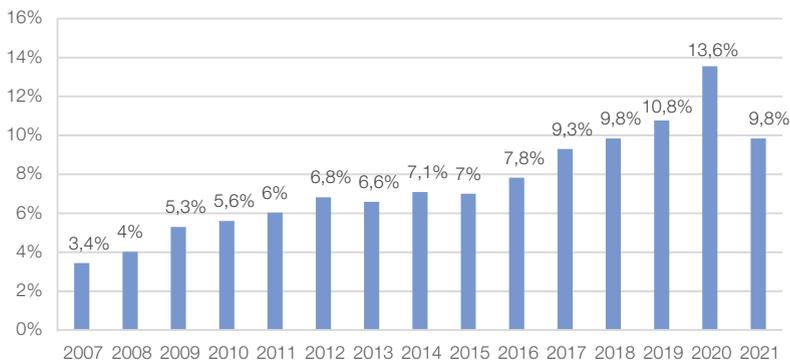
De acuerdo con Asobancaria²³, la presencia de los Fondos de Inversión Colectiva dinamiza el mercado, pues constituye uno de los mecanismos más eficientes para canalizar el ahorro de las personas y empresas hacia los mercados de capitales, al dejarles asumir riesgos y diversificar sus portafolios. Así mismo, los beneficios antes mencionados ubican a los FIC como el vehículo natural para atraer a todos los tipos de cliente, sin importar su grado de conocimiento, al mercado de capitales.

Como se puede ver en la siguiente Gráfica, los Fondos de Inversión Colectiva han incrementado su valor relativo al PIB nacional en más de 3 veces durante los últimos 15 años. A pesar del vigoroso crecimiento, aún hay espacio para un mayor desarrollo de estos instrumentos. Lo anterior, resulta notorio cuando se compara el tamaño de los Fondos de Inversión Colectiva en Colombia con el tamaño de estos en un referente regional como Chile. De acuerdo con ANIF, mientras que para 2021 en Colombia se manejaron recursos equivalentes al 9,8% del PIB, en Chile estos montos representaron el 26,4% del Producto Interno Bruto. Además, en Colombia tan solo el 4% de la población cuenta con inversiones en FIC, en contraste con un porcentaje superior al 15% en Chile.

²³Asobancaria. (2019). *“Caracterización del Mercado de Capitales Colombiano: una Perspectiva Integral”*.

Gráfica 1

FICs como porcentaje del PIB (%)

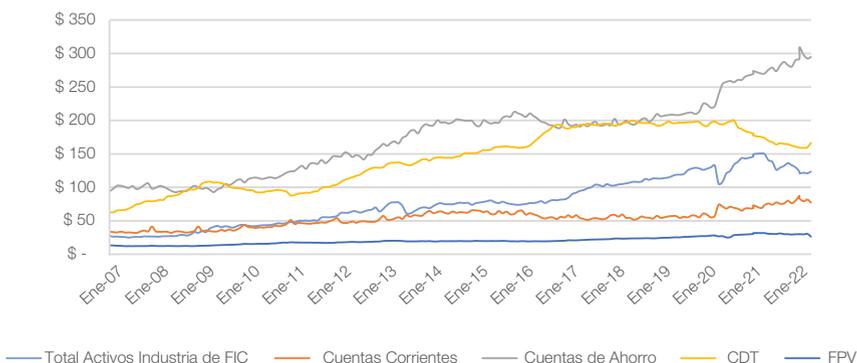


Fuente: datos Asobancaria y DANE, cálculos ANIF.

En consecuencia, la correcta democratización de los FIC trae grandes ventajas para Colombia, pues estos instrumentos cumplen un rol esencial al movilizar los ahorros de pequeños inversionistas hacia los mercados de capitales, en lugar de que permanezcan depositados en los bancos. Lo anterior, brinda una fuente importante de financiamiento para las compañías y el gobierno que se traduce en crecimiento económico. De igual manera, los rendimientos ganados con las inversiones pueden ayudar a mejorar las finanzas de los hogares y los ahorros personales para el retiro laboral. La siguiente Gráfica, muestra que los FIC han ganado una mayor relevancia frente a los instrumentos tradicionales en Colombia.

Gráfica 2

Total de recursos en FIC y en instrumentos tradicionales hasta marzo de 2022 (COP, billones)



Fuente: datos Asobancaria y Banco de la República, cálculos ANIF.

La digitalización financiera, por su parte, desempeña un papel de enorme importancia para la democratización de los FIC. En pocos pasos y sin montos mínimos es posible abrir Fondos de Inversión Colectiva desde un celular, gracias a *roboadvisors* que permiten que la inclusión financiera trascienda de manera sencilla al mundo del mercado de capitales. Como resultado, la inversión en FIC por medio de las Fintech constituye uno de los instrumentos más poderosos para la democratización, diversificación y profundización del mercado de capitales colombiano.

6. Regulación y avances regulatorios

A medida que las innovaciones cambian el mercado de capitales se hace necesario la disposición de una nueva regulación que garantice transparencia en el proceso de financiamiento. En efecto, contar con un buen marco legal influye en que inversionistas y empresas decidan o no disponer de sus recursos o patrimonio en plataformas digitales.

En Colombia, el primer paso para establecer un marco legal para el uso de las herramientas digitales en la financiación de una empresa se dio en el 2018 con el Decreto 1357, que “regula la actividad de financiación colaborativa”. Una primera restricción que impone el Decreto es el requisito de previa autorización para la entidad que desarrolla la plataforma por parte de la SFC. El Decreto reconoce dos tipos de financiación colectiva: a través de valores representativos de deuda y a través de valores representativos de capital social. El Decreto también exige el establecimiento de las empresas como sociedades anónimas y la inscripción de estas ante el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores (RNAMV). Dos años más tarde, el Gobierno modificó algunos de los lineamientos planteados en la regulación buscando mejorarla y actualizarla. Con el Decreto 1235 de 2020 se amplió el rango de financiamiento, subiendo el monto máximo de COP 9 mil millones a COP 50 mil millones. Además, se añadió la figura de donaciones como modalidad de financiación. Por último, se sumó un requisito a las plataformas de publicar el perfil de los accionistas que tengan una participación mayor al 5% en la empresa.

Como vemos, la regulación frente al *Crowdfunding* se ha mantenido al tanto de las nuevas herramientas digitales, actualizándose constantemente y respondiendo a las nuevas demandas del mercado de capitales. Frente a los criptoactivos la regulación ha ido un poco más lento, pero también se han realizado avances en la dirección correcta. El año pasado la SFC llevó a cabo el primer piloto en Colombia para probar el manejo de los criptoactivos en plataformas financieras bajo el nombre de la Arenera. Distintas entidades financieras participaron en la prueba con plataformas de intercambio de criptoactivos. Bancos como Davivienda, Bancolombia, Banco de Bogotá participaron en el piloto con plataformas digitales como Binance, Gemini y Buda. En el piloto se probaron las funciones de depósitos y retiros adentro de las plataformas, para que los usuarios pueden transferir recursos fácilmente de una cuenta a otra.

La política pública también se encuentra en sintonía con la digitalización del mercado de capitales por medio del documento de política pública para un mayor desarrollo del sistema financiero. En el documento mencionado, se enmarca la hoja de ruta para llevar a cabo la digitalización del mercado de capitales.

El Gobierno Nacional planea la construcción de un marco regulatorio que permita la entrada de nuevos jugadores con modelos de negocios orientados a la eficiencia operativa a través de nuevos agentes como las Bigtech (grandes empresas tecnológicas que han ingresado

al mundo financiero), que ofrecen nuevos productos como las billeteras electrónicas y promueven el uso de los pagos digitales al tiempo que facilitan el ingreso al mercado financiero con inversiones en nuevos tipos de subyacentes que se ofertan en los mercados internacionales. Adicionalmente, en el documento del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) se propone un mayor aprovechamiento de la innovación financiera de forma que se facilite el acceso del inversionista *retail* y se adopte un esquema eficiente para la transaccionalidad de las operaciones de bajo monto.

7. Retos y recomendaciones

El mercado de capitales colombiano enfrenta todavía una serie importante de retos para garantizar una digitalización sostenible que sea acorde con su profundización y diversificación, por lo que los desafíos a futuro involucran tanto a las entidades financieras como al regulador. Colombia requiere un mercado de capitales y un sistema financiero robusto y dinámico, acorde con el contexto de transformación digital, que sirva como motor de crecimiento económico y generador de bienestar social.

Por un lado, los avances tecnológicos se han concentrado primordialmente en el *front office* pero, como se vio en el presente capítulo, es necesario avanzar con mayor empeño en la implementación de algoritmos y prácticas de automatización también para los procesos del *back office* y del *middle office*. Por otra parte, el Regulador debe hacer un análisis de la viabilidad de expedir un marco normativo para los criptoactivos en el que se definan las reglas de inversión, teniendo en cuenta la incursión en el mercado local de estos instrumentos y su conversión en activos de alta bursatilidad. Además, es necesaria la construcción de una regulación específica para el uso de la inteligencia artificial y del aprendizaje de máquinas en el trading algorítmico. Lo anterior, permite un dinamismo mayor en los mercados locales y un impulso a la estructura del sistema financiero de forma alineada a la transformación digital.

También, es relevante destacar nuevamente el papel de la digitalización en la ampliación y diversificación de la base de emisores y de inversionistas en el mercado de renta variable. Resulta prioritario, para este fin, la generación de incentivos, la reducción de costos de emisión y la existencia de tarifas más competitivas.

Aunque Colombia ha logrado un progreso importante en la inclusión financiera que no se puede desconocer, persiste la necesidad de generar oportunamente reformas estructurales como condición previa para aumentar la digitalización de los servicios financieros. Colombia presenta un rezago marcado en el uso de los pagos por medios digitales frente a sus pares de la región y el dinero en efectivo aún domina en el sector del comercio minorista. A pesar de que la aparición de billeteras digitales, las restricciones por COVID-19 y las transferencias del programa Ingreso Solidario como pagos digitalizados del gobierno significaron un avance en la inclusión financiera, aún queda mucho camino por recorrer. La educación financiera juega un rol determinante en este aspecto, ya que el acceso a servicios financieros no necesariamente se traduce en su uso. El inconveniente no solo se encuentra en un mayor uso del pago con efectivo por parte del grueso de la población, sino también en un número de empresas considerable que no reciben pagos por medios digitales. Aunado a lo anterior, Colombia cuenta con brechas notorias en el acceso a productos y servicios financieros al comparar el dominio geográfico rural con el urbano. De igual forma las mujeres tienen un acceso inferior y la distancia con los hombres no ha logrado un cierre.

Adicionalmente, el acceso a los servicios y productos financieros continúa siendo una de las principales restricciones para un buen número de micro, pequeñas y medianas empresas del país. A pesar de los avances del microcrédito y el *crowdfunding*, aún es insuficiente el alcance. Dentro de los objetivos estratégicos de la política pública para un mayor desarrollo del sistema financiero se encuentran: facilitar y promover la digitalización, así como impulsar el acceso universal al sistema de pagos electrónicos.

Para estos objetivos, resulta necesaria una arquitectura financiera abierta, una mayor portabilidad de las cuentas, la digitalización de los pagos y una educación económica y financiera que se reconozca en un entorno digital. Para lo anterior, se adoptó un marco regulatorio para dinamizar la inclusión financiera digital, acorde con estándares internacionales, para así expandir la cobertura y el acceso y uso de productos financieros en el país. En consecuencia, el Gobierno Nacional expidió el Decreto 222 de 2020 que actualiza la reglamentación de los corresponsales y viabiliza la operación de esquemas digitales y móviles en este importante canal.

Frente a estos aspectos, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial recomiendan articular y coordinar las atribuciones de las autoridades a cargo de regular, supervisar y monitorear los sistemas, mecanismos e instrumentos de pago.

Por otro lado, los conceptos de *open banking* y *open finance* adquieren cada vez más fuerza. En la arquitectura financiera abierta los consumidores autorizan al banco o a las entidades financieras en general, a compartir sus datos financieros con otras entidades financieras o con terceros para que éstos les suministren otros servicios, financieros o no, diseñados según las particularidades de cada cliente, dándole una mayor eficiencia al mercado e imprimiendo dinamismo a la economía digital. Eso implica una disrupción frente al modelo tradicional en el que únicamente la entidad financiera puede acceder, almacenar y procesar los datos del cliente y lo lleva a un modelo en el cual el consumidor adquiere mayor control de sus datos y se empodera en la toma de decisiones financieras, lo cual redundará en mayor competencia, eficiencia e innovación del sector.

Evidentemente, la arquitectura abierta genera retos importantes frente a la protección de datos personales y el manejo seguro de la información. Por este motivo, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial recomiendan el diseño de arreglos de gobernanza para la arquitectura financiera abierta que permita asegurar la funcionalidad de los servicios de terceros y una distribución de valor balanceada, al tiempo que se conserva la flexibilidad de regular aspectos específicos según las necesidades existentes.

8. Comentarios finales y conclusión

La literatura demuestra la importancia de que un país cuente con un mercado de capitales sólido para su crecimiento económico. En Colombia, el reducido número de participantes, la baja variedad de instrumentos y la fuerte concentración que existe en el mercado de deuda pública es evidencia del desarrollo poco profundo que ha mostrado hasta el momento el mercado de capitales. Además, en el país la educación financiera es muy precaria aún, lo que implica que los colombianos no sabemos aprovechar las herramientas actuales del sistema para escalar nuestros planes financieros, personales o empresariales.

La tecnología digital presenta la oportunidad de expandir y profundizar el mercado de capitales en Colombia a partir de herramientas que automatizan, simplifican y mejoran

los procesos en el sistema financiero. Mayor eficiencia operativa en el mercado de capitales permitiría una mejoría en la gestión de las empresas y en las innovaciones que se desarrollan en el país.

En los últimos años el Gobierno y sus distintas entidades han venido avanzando en la adopción de herramientas digitales que permitan desarrollar el mercado de capitales. En este capítulo presentamos las que consideramos son las cinco grandes fuentes de avance en el proceso de digitalización. Si se sigue avanzando en esa dirección hay razones para creer en un sistema financiero profundo y eficiente en los próximos años.

Referencias

- Accenture. (2018). *“Capital Markets: The Digital Opportunity for Improved Competitiveness. Get Comfortable outside your Comfort Zone”*. Oxford Economics. Recuperado de: https://www.accenture.com/_acnmedia/PDF-92/Accenture-Capital-Markets-Digital-Opportunity-for-Improved-Competitiveness.pdf
- Aghion, P., Howitt, P., & Levine, R. (2018). *“Financial Development and Innovation-led Growth”*. Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA, Edward Elgar Publishing: Handbook of Finance and Development.
- ANIF. (2022). *“Rol de las sociedades fiduciarias en el desarrollo de Colombia”*.
- Asobancaria. (2018). *“Computación en la nube para entidades financieras: ¿qué se debe tener en cuenta?”* Banca & Economía. Recuperado de: <https://www.asobancaria.com/wp-content/uploads/1164.pdf>
- Asobancaria. (2019). *“Caracterización del Mercado de Capitales Colombiano: una Perspectiva Integral”*.
- Asobancaria. (2021). *“La digitalización: proceso transformador de los mercados de capitales”*. Banca & Economía. Recuperado de: https://www.asobancaria.com/wp-content/uploads/2021/04/1274_BE.pdf
- Banco Mundial. (2020). *“Capital Markets Development: A Primer for Policy Makers”*. Washington, DC.
- Bancolombia. (2020). *“6 plataformas Crowdfunding para el apalancamiento de proyectos de emprendimiento”*. Recuperado de: <https://www.bancolombia.com/negocios/actualizate/emprendimiento/plataformas-crowdfunding-emprendimiento>
- Bracey, H., Khor, L.-M., Niimi, K., Rieng, H., & Zhuang, G. (2009). *“Financial Sector Development, Economic Growth, and Poverty Reduction: A literatura Review.”* ADB Economics Working Paper Series No. 173.
- Charanya, T., Hutchinson, R., de Laubier, R., & Maher, H. (2022). *“The Five Digital Building Blocks of a Corporate Sustainability Agenda”*. Recuperado de: <https://www.bcg.com/publications/2022/building-blocks-of-corporate-sustainability-agenda>
- Colombia Fintech. (2021) *“Así está el panorama del ‘boom’ de las billeteras digitales en Colombia”*. Recuperado de: <https://colombiafintech.co/lineaDeTiempo/articulo/asi-esta-el-panorama-del-boom-de-las-billeteras-digitales-en-colombia>
- Colombia Fintech. (2022) *“¿Cuáles son y cómo están las billeteras digitales en Colombia?”*. Recuperado de: https://www.colombiafintech.co/lineaDeTiempo/articulo/cuales-son-y-como-estan-las-billeteras-digitales-en-colombia?utm_campaign=Colombia%20Fintech&utm_medium=email&utm_source=Revue%20newsletter
- Global Reporting Initiative & Bolsa de Valores de Colombia. (2020). *“Guía para la Elaboración de Informes ASG para Emisores en Colombia”*. Recuperado de: <https://media.graphassets.com/ALqo0HwwRmOuNV11wNeV>

- IBM. “¿Qué es la tecnología de Blockchain?”. Recuperado de: <https://www.ibm.com/es-es/topics/what-is-blockchain>
- Klimetova, M. (2016). “Cloud computing: More than just storage”. Columbia University. IBM. Recuperado de: <https://www.ibm.com/blogs/cloud-computing/2016/11/08/cloud-computing-storage/>
- Mckinsey & Co. & Company (2015). “Las dos rutas para el éxito de la digitalización de los mercados de capitales”. Recuperado de: <https://www.Mckinsey & Co.com>
- Maiguashca, A. (2016). “Una Visión de la Industria de Fondos de Inversión Colectiva en Colombia”. Asofiduciarias
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2020). “Informe Final de la Misión del Mercado de Capitales”. Recuperado de: https://www.urf.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC_CLUSTER-119774%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2020*). “Política pública para un mayor desarrollo del sistema financiero”. Recuperado de: https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC_CLUSTER-148012%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased
- Miranda, M. (2018). “Latin American Local Capital Markets”. CFA Institute Research Foundation.
- Mitra, S., & Pittaluga, E. (2021). “Digital Transformation and Environmental, Social & Governance: A Perfect Synergy for Today’s Rapidly Evolving World”. Treasury and trade solutions. Citi. Recuperado de: https://www.citibank.com/tts/insights/assets/docs/articles/2063965_ESG-Article.pdf

Capítulo 2

Finanzas sostenibles y emisión de bonos ASG

Autor: Javier Rodríguez Soler



1. ¿Qué son las finanzas sostenibles?

En septiembre de 2015, Mark Carney, el entonces Gobernador del Banco de Inglaterra y presidente del Foro de Estabilidad Financiera, pronunció un discurso titulado *“Rompiendo la tragedia del horizonte”*²⁴ dirigido a la industria aseguradora en Londres y en el que urgía públicamente al sector financiero a comenzar a tomar acciones, afirmando que “una vez que el cambio climático sea una realidad, puede que sea demasiado tarde”. A su vez, defendía que “gestionando lo que se puede medir, podemos romper la tragedia en el horizonte (...), podemos construir un círculo virtuoso de comprensión de los riesgos de mañana, mejor definición de los precios por parte de los inversores, mejores decisiones de los gestores políticos, y una más suave transición hacia una economía baja en carbono”. Desde entonces, el sector financiero no sólo ha tomado conciencia de la importancia y urgencia del cambio climático, sino que ha pasado a incorporar su impacto en muchas de sus decisiones. Sin lugar a duda, es difícil encontrar un tema similar a las finanzas sostenibles, que se haya situado tan rápido y tan alto en la agenda de las instituciones financieras a nivel global.

La humanidad ha disfrutado en las últimas décadas de su periodo de mayor prosperidad y bienestar hasta la fecha. No obstante, hemos vivido importantes y dramáticos episodios, como la crisis financiera de 2008, o más recientemente la pandemia del COVID-19. Así mismo, la coyuntura actual marcada por la incertidumbre, la elevada inflación y los riesgos de una posible recesión, nos recuerdan la fragilidad de nuestro sistema y la necesidad de preservar las bases de un futuro sostenible, equitativo y próspero.

Ya desde finales de los años 60, los inversionistas, inicialmente en Estados Unidos, comenzaron a introducir criterios éticos en sus decisiones de inversión. En aquella época, fundamentalmente presionados por las protestas de universitarios que exigían no invertir en empresas militares ligadas a la guerra de Vietnam. Más adelante, los aspectos éticos fueron estructurándose en torno al concepto de sostenibilidad. Ya a finales de los años 90, ante el progreso de la inversión sostenible, se lanzó el índice Dow Jones de Sostenibilidad, como primer índice mundial para identificar y clasificar a las principales empresas sostenibles.

Hoy en día, existe un consenso en estructurar la idea de sostenibilidad en torno a tres conceptos fundamentales que conforman las siglas de ASG (o ESG en inglés). Nos referimos a los aspectos Ambientales, Sociales y de Gobernanza. La atención a estos ejes ha cobrado especial vigencia (y podríamos decir que también urgencia) en los últimos cinco años. Las finanzas sostenibles implican que en el proceso de toma de decisiones de inversión o financiación se tengan en cuenta estos factores ambientales, sociales y de buen gobierno.

La aprobación en el año 2015 de los Objetivos de Desarrollo Sostenible de Naciones Unidas supuso la creación de un marco de referencia para el logro de tres ambiciosas metas que están marcando la agenda de inversionistas, empresas y reguladores en la presente década.

²⁴Carney, M. (29 de septiembre de 2015). *“Breaking the Tragedy of the Horizon – climate change and financial stability”*. Speech given by Governor of the Bank of England in Lloyd’s of London. Recuperado de: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2015/breaking-the-tragedy-of-the-horizon-climate-change-and-financial-stability.pdf?la=en&hash=7C67E785651862457D99511147C7424FF5EA0C1A>

El primero, la lucha contra el cambio climático. Según el Programa de las Naciones Unidas por el Medio Ambiente (UNEP), las emisiones totales de gases de efecto invernadero, incluido el cambio de uso de la tierra, alcanzaron en 2019 un nuevo máximo de 59,1 gigatoneladas de dióxido de carbono equivalente (GtCO₂e)²⁵. La pandemia del COVID-19 provocó una caída sin precedentes del 5,4% en las emisiones globales de dióxido de carbono fósil (CO₂) en 2020, sin embargo, en 2021 se presentó un fuerte repunte de las emisiones, por lo que el planeta todavía se dirige hacia un catastrófico aumento de la temperatura de más de 3°C este siglo²⁶.

El acuerdo de París firmado en 2015 supuso también un punto de inflexión para que gobiernos, instituciones y empresas impulsen un proceso de transformación del mundo para alcanzar las cero emisiones netas y redefinir cómo generamos energía, cómo nos movemos, cómo construimos y producimos, cómo nos alimentamos, y en definitiva, cómo vivimos. El desafío del cambio climático supone “la mayor disrupción de los negocios que jamás hayamos vivido”, señalaba Carlos Torres Vila como presidente en BBVA en la COP25 celebrada en Madrid en 2019²⁷. Una profunda transformación en la que el sector financiero debe jugar un papel fundamental tal y como apunta el artículo 2c del Acuerdo para “hacer que los flujos financieros sean consistentes con un camino hacia un desarrollo con bajas emisiones de gases de efecto invernadero y resiliente al clima”²⁸.

Las estimaciones más recientes apuntan hacia la necesidad de movilizar hasta USD 275 billones²⁹ a 2050 para alcanzar las cero emisiones netas. Una ingente inversión que traducida en términos anuales equivale al 8% del PIB mundial durante casi tres décadas. Sin duda, es la mayor oportunidad de negocio para la banca y en la que la anticipación va a ser fundamental. En la tradicional carta anual de Larry Fink, presidente y CEO de BlackRock, expresaba “dado que los mercados financieros anticipan el riesgo, vamos a sentir mucho antes el impacto financiero del cambio climático que el propio cambio climático”³⁰.

El segundo gran desafío del Acuerdo de París es la preservación y regeneración del capital natural y la biodiversidad. Según el informe Dasgupta³¹, se estima que entre 1992 y 2014, mientras el capital per cápita producido se ha doblado y el capital humano ha aumentado un 13%, el capital natural per cápita ha disminuido en casi un 40%. La biodiversidad está reduciéndose más rápidamente que en cualquier otro momento de la historia de la humanidad con tasas de extinción de 100 a 1.000 veces más altas que la tasa de referencia. Y lo importante no es solo el impacto que generamos con nuestra actividad en los ecosistemas sino la gran dependencia que tenemos de los mismos para nuestra subsistencia y modo de vida.

Más de la mitad del PIB mundial depende moderadamente o en gran medida de los ecosistemas. Una dependencia que se acentúa todavía más en regiones como América Latina. Por lo tanto, la pérdida de la biodiversidad no solo es un problema ambiental, social,

²⁵ UNEP (9 de diciembre de 2020). “Emission Gap Report 2020”. Recuperado de <https://www.unep.org/emissions-gap-report-2020>

UNEP (26 de octubre de 2021). “Emissions Gap Report 2021”. Recuperado de: <https://www.unep.org/resources/emissions-gap-report-2021>

²⁶ Es de resaltar que este nivel está por encima de los objetivos del Acuerdo de París de limitar el calentamiento global a menos de 2°C y hacer todo lo posible por alcanzar los 1,5°C para finales del siglo XXI.

²⁷ Tomado del artículo cubrimiento de evento en <https://cronicaeconomica.com/finanzas/138793/torres-vila-sostenibilidad-eje-esencial-nuestra-estrategica.html>

²⁸ Naciones Unidas (2015). “Acuerdo de París por el Clima”. Recuperado de: https://unfccc.int/sites/default/files/spanish_paris_agreement.pdf

²⁹ McKinsey (2022). “The Net-Zero Transition: What it would cost, what it could bring”. Recuperado de: <https://www.mckinsey.com/business-functions/sustainability/our-insights/the-net-zero-transition-what-it-would-cost-what-it-could-bring>

³⁰ Fink L. (2021). “Carta de Larry Fink a los consejeros delegados”. Carta abierta del Presidente & CEO BlackRock. Recuperado de: <https://www.blackrock.com/es/particulares/2021-larry-fink-carta-ceo>

³¹ Final Report. *The Economics of Biodiversity: The Dasgupta Review*. <https://www.gov.uk/government/publications/final-report-the-economics-of-biodiversity-the-dasgupta-review>

cultural o ético para la humanidad. Es también un gran desafío económico y financiero. Se estima que la transición hacia una gestión positiva de la naturaleza puede generar un negocio de hasta USD 10 billones anuales y crear 395 millones de empleos para 2030³².

Y el tercer gran reto es asegurar un crecimiento inclusivo, que no deje a nadie atrás. Para ello es clave invertir en educación, en infraestructuras inclusivas, apoyar el emprendimiento y por supuesto seguir empoderando a la mujer. Según el último informe del Banco Mundial³³ sobre inclusión financiera, todavía hay 1.400 millones de adultos en el mundo que carecen de una cuenta bancaria, pese al aumento logrado gracias a la digitalización, que ha incluido también a los mercados emergentes. De hecho, de 2017 a 2021, la tasa promedio de propiedad de cuentas en las economías en desarrollo aumentó en ocho puntos porcentuales, del 63% al 71% de los adultos.

Esta urgencia climática, nuestra relación con el capital natural y las inestabilidades que está provocando la creciente conciencia de la existencia de desigualdades en el sistema económico de mercado actual, están impulsando un movimiento social del que se hace eco la comunidad empresarial en forma de lo que se ha venido a denominar el “capitalismo de los grupos de interés”.

Esta demanda social se está convirtiendo de forma creciente y acelerada en una mayor intervención en economía de los poderes públicos, creando nuevos escenarios regulatorios que monetizan riesgos solo considerados hasta ahora por una minoría ilustrada de grandes empresas.

La naturaleza global de los retos que se plantean en torno a la sostenibilidad, y las externalidades negativas derivadas especialmente de las emisiones que conducen al cambio climático, hacen que la mejor solución posible sea la cooperativa. Así se ha plasmado en los diversos compromisos y acuerdos internacionales que guían los objetivos tanto públicos como privados en este ámbito.

Además, no han dejado de surgir diversos estudios que sostienen que las compañías calificadas como sostenibles – y, por lo tanto, los productos que invierten en ellas – son más resilientes, y que esta menor volatilidad les permite reducir el riesgo y, en algunos casos, obtener una rentabilidad promedio superior a la del mercado.

El sector financiero juega un papel fundamental a la hora de abordar estos tres grandes retos. Todos ellos van a significar una importantísima reasignación de capital, especialmente en el ámbito climático, y es crucial que el sistema financiero catalice una transición lo más ordenada posible, acompañando a los países, las empresas y las familias, movilizandolos la financiación e inversiones necesarias y tratando de mitigar lo mejor posible los riesgos.

Por ello, las finanzas sostenibles han venido para quedarse. Tal como afirmó Mark Carney ya en su nuevo rol como Enviado Especial de Naciones Unidas sobre Finanzas y Acción Climática en la COP27 en Glasgow, “toda decisión financiera debe incorporar el cambio climático”.

³² World Economic Forum (2022). “*The Future of Nature and Business*”. Recuperado de: <https://es.weforum.org/reports/the-future-of-nature-and-business-policy-companion>

³³ Banco Mundial (2022). “*The Global Findex Database 2021*”. Recuperado de: <https://www.worldbank.org/en/publication/globalfindex>

2. Iniciativas impulsoras de las finanzas sostenibles

A lo largo de los últimos años se ha ido promoviendo multitud de iniciativas que favorecieron la integración de la sostenibilidad en las decisiones financieras, activando un cambio sistémico en el sector financiero. Se ha evolucionado desde marcos voluntarios a iniciativas regulatorias y compromisos colectivos que implican una elevada exigencia y que deberán configurar una nueva arquitectura basada en una mejor información para la toma de decisiones, en una internalización de los impactos medioambientales y sociales de la actividad financiera y en un cambio cultural profundo en el sector.

2.1. Estándares de mercado de inversión y financiación sostenible

Sin duda alguna, la primera palanca para impulsar las finanzas sostenibles fue la creación de estándares de mercado de carácter voluntario, los cuales significaron la creación del mercado de inversión y financiación sostenible y facilitaron su crecimiento.

Desde la emisión del primer bono verde en 2007 por parte del Banco Europeo de Inversiones (BEI) y el Banco Mundial, con el objetivo de financiar proyectos que tuvieran un impacto positivo en el medio ambiente, este mercado ha experimentado un fuerte crecimiento. Un hito importante a la hora de alinear los criterios bajo los cuales deben emitirse este tipo de bonos fue la publicación en 2014, y su posterior actualización en 2018, de Principios de Bonos Verdes (GBP, por sus siglas en inglés), formulados por la Asociación Internacional de Mercados de Capital (ICMA).

Estos establecen unas pautas de adopción voluntaria que recomiendan transparencia y divulgación y promueven la integridad en el desarrollo del mercado de bonos verdes, estableciendo un marco para su emisión. Finalmente, y con objeto de dar mayores garantías a los inversores sobre el alineamiento de los bonos verdes con los GBP, se considera una buena práctica que el emisor de este tipo de instrumentos solicite una verificación externa por parte de alguna agencia de *rating* o entidad independiente internacionalmente reconocida.

Posteriormente en ICMA se desarrollaron los Principios de Bonos Sociales, los Principios de Bonos Sostenibles y, en 2020, se crearon los Principios de Bonos Vinculados a Objetivos (*Sustainability-Linked Bonds Principles*) en los que el emisor vincula este instrumento a la consecución de unos objetivos relevantes en materia de sostenibilidad.

En paralelo surgieron también estándares de mercado en materia de préstamos promovidos por la Loan Market Association (LMA). En 2018 se crearon los Principios de Préstamos Verdes en línea con la iniciativa de bonos verdes de ICMA y que establecieron también sus cuatro componentes básicos: (i) el uso de fondos; (ii) el proceso de evaluación y selección de proyectos; (iii) la gestión de fondos; y (iv) el *reporting*.

De igual manera, se han ido desarrollando los Principios de Préstamos Sociales y los Principios de Préstamos vinculados a Objetivos (*Sustainability-Linked Loan Principles*) que han permitido un crecimiento exponencial en los últimos años.

2.2. Marcos de auto-regulación

Otra palanca fundamental ha sido la definición de marcos de auto-regulación que han permitido a las entidades financieras iniciar este proceso y fijar una hoja de ruta hacia la plena integración de la sostenibilidad en sus estrategias.

Las iniciativas más destacadas en este ámbito han sido los marcos sectoriales impulsados por Naciones Unidas. El primero fue la creación, en 2005, de los Principios de Inversión Responsable (PRI, por sus siglas en inglés) promovidos por el Secretario General Kofi Annan, con el objetivo de integrar la sostenibilidad en los propietarios de activos y gestoras de todo el mundo. A julio de 2022, los PRI agrupan a más de 4.900 firmantes con USD 121 billones en activos bajo gestión.

Bajo el paraguas de UNEP FI, la alianza del sector financiero con el Programa de Medio Ambiente de Naciones Unidas, se gestaron dos nuevos marcos. En 2012, nacieron los Principios de Seguros Sostenibles (PSI, por sus siglas en inglés) que agrupan hoy a más de 220 instituciones con USD 15 billones en activos.

Por último, los Principios de Banca Responsable (PRB, por sus siglas en inglés) fueron creados en 2018 y, a julio de 2022, los 290 bancos comprometidos gestionan USD 84 billones en activos y representan el 45% del sistema bancario en el mundo. En BBVA nos sentimos muy orgullosos de ser uno de los bancos fundadores y hemos establecido un ambicioso plan para su plena implementación.

Más allá de los tres marcos sectoriales, uno de los hitos fundamentales para el sistema financiero ha sido la creación, en 2017, de las recomendaciones sobre la gestión y el *reporting* de las empresas sobre el cambio climático, conocido como *Task Force on Climate-related Financial Disclosure* (TCFD), el cual se define como un marco para que las empresas informen sobre cómo integran el cambio climático en su gobernanza, estrategia, gestión de riesgos y métricas/objetivos, facilitando una mejor información a inversores y bancos.

Del mismo modo, cabe aclarar que este nació con carácter voluntario pero que, a día de hoy, se está tomando como referencia para la definición de los nuevos estándares de *reporting* en Europa, Estados Unidos y, a nivel global a través del *International Sustainability Standards Board* (ISSB).

2.3. Iniciativas regulatorias para el sistema financiero

En los últimos años ha existido un crecimiento imparable en la regulación de las finanzas sostenibles, especialmente en mercados desarrollados como el europeo. En este caso, la evolución inició con el Plan de Acción sobre Finanzas Sostenibles de 2018 y continuó con la Nueva Estrategia de Finanzas Sostenibles de 2021.

Las principales iniciativas regulatorias en las distintas jurisdicciones pivotan en cuatro grandes áreas:

La primera es la regulación en materia de transparencia, que tiene el fin de impulsar la calidad y la comparabilidad de la información de sostenibilidad y facilitar una toma de decisiones informadas.

Hasta mediados de 2022, se han iniciado tres propuestas concretas de estándares de *reporting* para las empresas en materia de sostenibilidad. Por un lado, se tiene la propuesta promovida por la Comisión Europea con una aproximación completa a la sostenibilidad, incorporando no solo cambio climático sino otras cuestiones ambientales, sociales y de buen gobierno, convirtiéndose en un estándar que aplicará a las medianas y grandes empresas europeas en el marco de la nueva Directiva sobre Información en Sostenibilidad. En paralelo está la iniciativa promovida en Estados Unidos por la *Securities and Exchange Commission* (SEC) con un foco en el ámbito climático y también la impulsada por el *International Sustainability Standards Board* (ISSB) como marco global con el mismo foco, resaltando la ampliación de su alcance para ser considerada como referencia para todas aquellas jurisdicciones que todavía no hayan desarrollado sus estándares.

De igual manera, en materia de transparencia, es necesario destacar la regulación ya aplicable en Europa acerca de la obligación de divulgación de información relativa a la sostenibilidad a nivel producto de inversión sobre principales incidencias adversas, informes periódicos, información precontractual, entre otros. Por otro lado, en Estados Unidos, la incorporación de mayor información ASG en los productos de inversión, se encuentra en fase de debate.

En segundo lugar, se encuentran las taxonomías. El término taxonomía significa “clasificación” y es un listado de actividades económicas que pueden considerarse como contribuyentes significativos a la consecución de los objetivos sostenibles. Las taxonomías hacen las veces de un diccionario, por medio del cual los actores en el mercado pueden saber si una actividad económica contribuye o no a los objetivos y bajo qué criterios. Así, aporta claridad con la creación de un “lenguaje” común y unificado sobre qué es sostenible y qué no.

La taxonomía es una herramienta clave para los inversionistas, así como para el resto de los actores económicos y partes interesadas, que les ayuda a discernir entre diferentes inversiones y a identificar aquellas que son realmente sostenibles. Así mismo, cuando se diseñan adecuadamente, pueden mejorar la claridad del mercado, brindar confianza y seguridad a los inversionistas y facilitar la medición y el seguimiento de flujos financieros sostenibles.

En el caso europeo, se puede decir que la taxonomía es una piedra angular del Plan de Acción, ya que marca las pautas para que las actividades elegibles contribuyan a los objetivos ambientales de la Unión Europea (UE). En este caso se han establecido seis objetivos medioambientales que son: (i) la mitigación al cambio climático; (ii) la adaptación al cambio climático; (iii) el uso sostenible y protección de los recursos hídricos y marinos; (iv) la transición a una economía circular, prevención y reciclaje de residuos; (v) la prevención y control de contaminación; y (vi) la protección de ecosistemas sanos. Para julio de 2022, ya se ha definido la taxonomía para los dos primeros objetivos y se está trabajando en la definición de los restantes, así como en la elaboración de una posible taxonomía social³⁴.

Además, la definición de taxonomía se está expandiendo a otras jurisdicciones, tanto que, en 2020, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) publicó un informe³⁵ que mapea definiciones y taxonomías de finanzas sostenibles en diferentes jurisdicciones como la UE, la República Popular China, Japón, entre otros.

³⁴ La taxonomía social es la clasificación de actividades económicas que contribuyen significativamente a objetivos sociales en la UE y supone un código común para inversores, empresas y reguladores sobre lo que es sostenible desde el punto de vista social y lo que no. Esta definición se toma del primer borrador sobre taxonomía social, realizado por los expertos de la Unión Europea. https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/sf-draft-report-social-taxonomy-july2021_en.pdf

Sobre el particular, este establece consideraciones preliminares para un buen diseño de taxonomías, que pueden ayudar a los formuladores de políticas a desarrollar y hacer crecer mercados financieros sostenibles para ayudar a lograr objetivos ambientales y de desarrollo sostenible. También identifica las diferencias entre las taxonomías en cuanto al alcance, así como los puntos en común, los cuales podrían proporcionar una base para crear marcos comparables que faciliten la inversión internacional y, al mismo tiempo, reflejen las diferentes circunstancias nacionales.

En tercer lugar, se habla de regulación en la supervisión bancaria. Los bancos centrales y los supervisores bancarios a nivel global, cada vez más conscientes del riesgo sistémico para la estabilidad financiera derivado del cambio climático y la sostenibilidad en general, están incorporando en la regulación bancaria y en la práctica supervisora la necesidad de analizar y gestionar los riesgos.

Como organismo de colaboración, en 2017 se creó la Red de Bancos Centrales y Supervisores para el Sistema Financiero Verde (NGFS, por sus siglas en inglés). Dentro de las recomendaciones que este organismo publicó en 2019, destacan: (i) la integración de los riesgos climáticos en el seguimiento de la estabilidad financiera y en su inclusión a las pruebas de resistencia; (ii) la incorporación de los factores de sostenibilidad en la gestión de las carteras; (iii) la reducción de la brecha de datos; y (iv) la homogeneización de la información mediante el desarrollo de taxonomías.

Adicionalmente, se resalta la elaboración de documentos detallando las expectativas supervisoras por parte de distintos bancos centrales en Reino Unido, Alemania, Países Bajos, España, o incluso el Banco Central Europeo (BCE). En este caso se trata de un conjunto de expectativas no vinculantes, que incorpora una lista no exhaustiva de prácticas que el BCE considera deseables, con el objetivo de que las entidades contemplen los riesgos climáticos y medioambientales en sus estrategias de negocio y gobernanza, y en sus marcos de gestión de riesgos. La guía sobre riesgos relacionados con el clima y medioambientales del BCE constituye una base para el diálogo supervisor que el organismo está utilizando para analizar las posibles divergencias de las prácticas de las entidades respecto a las expectativas.

A esto se añade también que recientemente se ha incorporado este tema en la agenda del Comité de Basilea donde se han propuesto unos Principios para la Gestión Efectiva y Supervisión del Riesgo Climático, lo que será un paso importante para promover la convergencia regulatoria y supervisora tan necesaria para las entidades globales.

Finalmente, otra de las piezas prioritarias de la arquitectura financiera sostenible es el establecimiento de estándares de referencia o *benchmarks*. En este caso se trata de tener un refuerzo para que las decisiones que se tomen puedan evaluar tanto el rendimiento financiero, como el valor agregado detrás de los criterios de sostenibilidad, además, de verificar los parámetros de referencia y los mecanismos de transparencia asociados refuerzan sin duda la credibilidad del sistema.

³⁵ Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (2020). "Developing Sustainable Finance Definitions and Taxonomies". Recuperado de: <https://www.oecd-ilibrary.org/sites/134a2dbe-en/index.html?itemId=/content/publication/134a2dbe-en>

En esta área añadimos también el etiquetado de productos. La explosión de instrumentos financieros sostenibles, como los bonos verdes, es positiva en la medida que los estándares sobre que se constituye un bono verde sean consistentes. En algunas jurisdicciones como en la Unión Europea se ha considerado oportuno regular este tipo de estándares de producto y se está desarrollando un estándar de bonos verdes europeo (EU-GBS), a partir de las mejores prácticas mundiales, tiene como objeto canalizar mayor inversión hacia proyectos sostenibles.

El estándar también servirá como base para el desarrollo del etiquetado de productos financieros verdes con mayor fiabilidad, los cuales serán más fácil de ser seleccionados por los inversionistas, en línea con sus preferencias de cartera. Entre las opciones que baraja la UE para este desarrollo, está la utilización del reglamento relativo a su etiqueta ecológica, que derive en un sistema de etiquetado voluntario a nivel de la UE. Para ello tendrán que definirse los criterios aplicables a cada producto financiero, ya sean productos de inversión minorista, productos de inversión basados en seguros u otros.

2.4. Iniciativas de ambición colectivas

Finalmente, tenemos a las iniciativas colectivas, una pieza absolutamente necesaria para comprender el impulso exponencial que están teniendo las finanzas sostenibles en el mundo. El centro de todas estas iniciativas están en la *Glasgow Finance Alliance for Net Zero* (GFANZ), una iniciativa creada en abril de 2021, promovida por Mark Carney y Naciones Unidas, la cual agrupa a más de 500 instituciones financieras en todo el mundo, con más USD 130 billones en activos, todas ellas comprometidas con las cero emisiones netas en 2050 o antes.

Este convenio aglutina las distintas alianzas sectoriales existentes, la más relevante para el mundo bancario es la *Net Zero Banking Alliance* que para julio de 2022 incluye a 114 bancos de 41 países con USD 68 billones en activos. Varios bancos con presencia en Colombia forman parte de esta iniciativa transformadora.

Un compromiso exigente que implica: (i) reducir las emisiones de gases de efecto invernadero operativas y atribuibles de sus carteras de préstamos e inversiones para alinearse con cero emisiones netas para 2050 o antes; (ii) establecer objetivos para 2030 (o antes) dentro de los 18 meses posteriores a la firma del compromiso; (iii) centrarse en los sectores prioritarios en los que el banco puede tener el impacto más significativo, es decir, los sectores más intensivos dentro de sus carteras; (iv) publicar anualmente las emisiones absolutas y la intensidad de las emisiones de acuerdo con las mejores prácticas y dentro de un año de establecer objetivos, divulgar el progreso y las políticas sectoriales relacionadas con el clima; y (v) adoptar un enfoque sólido sobre el papel de las compensaciones en los planes de transición.

Además de estas iniciativas centradas en el clima existen otras relativas al capital natural como la Natural Capital Declaration o el Compromiso Colectivo por la Inclusión y Salud Financieras, entre otras, promovidas también por UNEP FI.

3. Productos de finanzas sostenibles y la evolución del mercado de deuda sostenible

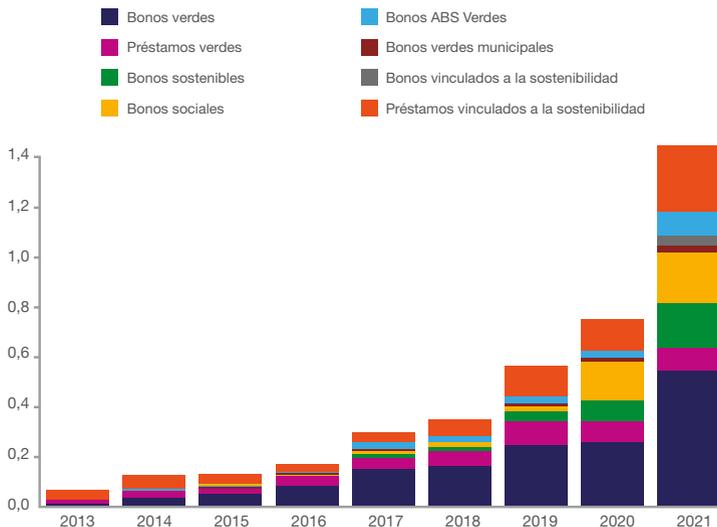
En los últimos años hemos ido viendo una innovación permanente en los distintos productos e instrumentos de deuda sostenible y un notable desarrollo que ha permitido un crecimiento exponencial.

Estamos creciendo pero todavía lejos del nivel de inversión necesario como apunta la Agencia Internacional de la Energía³⁶. En todos los sectores, tecnologías y regiones, sugiere que la inversión mundial en energía aumentará más del 8% en 2022 para alcanzar un total de USD 2,4 billones, muy por encima de los niveles anteriores al COVID-19. La inversión en energía limpia finalmente está comenzando a recuperarse y se espera que supere los USD 1,4 billones en 2022, lo que representa casi las tres cuartas partes del crecimiento de la inversión total en energía. La tasa de crecimiento promedio anual en la inversión en energía limpia en los cinco años posteriores a la firma del Acuerdo de París en 2015 fue de poco más del 2%. Desde 2020, la tasa ha aumentado al 12%, pero lejos del 25% requerido para el escenario de cero emisiones netas.

Según datos de Bloomberg, la emisión de deuda sostenible se duplicó en 2021. La emisión de deuda sostenible global (bonos y préstamos) superó un récord de más de USD 1,4 billones en 2021, casi el doble del ritmo de 2020. En general, el universo de deuda sostenible se expandió a cerca de USD 3,4 billones en 2021, frente a USD 1,8 billones en el año anterior, con mercados desarrollados suponiendo un 75% del total.

Gráfica 1

Emisión de deuda sostenible alcanza un nuevo récord superando los USD 1,4 trillones en 2021



Fuente: Bloomberg, BNEFF, IIF.

³⁶ Agencia Internacional de la Energía (2022). "World Energy Investment 2022". Recuperado de: <https://www.iea.org/reports/world-energy-investment-2022>

La categoría más grande de deuda sostenible, la emisión de bonos con la etiqueta ASG, que abarca bonos verdes, sociales, sostenibles y vinculados a la sostenibilidad, se duplicó y se acercó a los USD 1,1 billones en 2021 y ahora representa alrededor del 70% del universo de deuda sostenible.

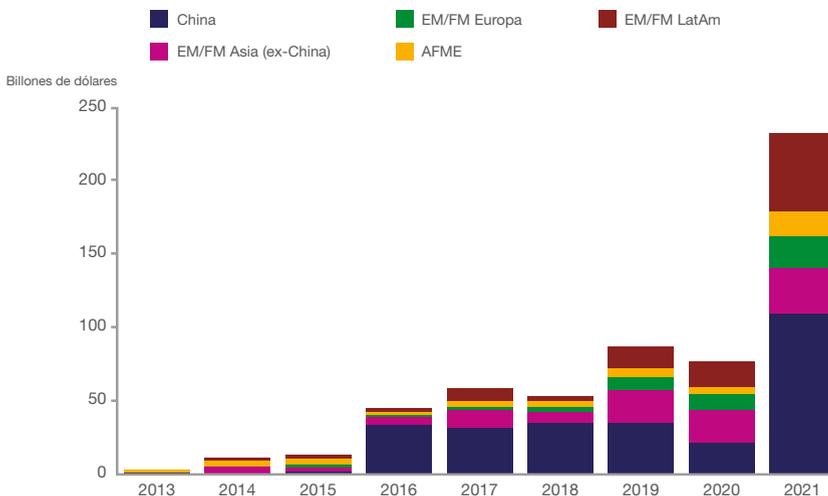
A destacar también en bonos:

1. El mercado de bonos verdes logró dos nuevos hitos en 2021: la emisión de todo el año aumentó a un nuevo máximo de más de USD 500 mil millones, mientras que la emisión acumulada alcanzó los USD 1,5 billones.
2. La emisión de bonos sociales alcanzó casi USD 205 mil millones, casi un 90% más que en 2020. Francia, Corea del Sur y Chile fueron los mayores emisores. Los bonos supranacionales desempeñan un papel crucial en el desarrollo del mercado de bonos verdes y sociales, y actualmente representan el 17% de todos los bonos con la etiqueta ASG.
3. La emisión de bonos de sostenibilidad aumentó a USD 177 mil millones, eclipsando los totales de 2019-2020, ya que los emisores corporativos no financieros, por primera vez, se unieron al mercado.
4. La emisión de bonos vinculados a la sostenibilidad alcanzó los USD 109 mil millones, casi 10 veces más que los niveles de 2020, a medida que se intensificó el apetito de los inversionistas por estos instrumentos.

En cuanto a préstamos, con USD 1 billón en circulación, los préstamos sostenibles representan más del 30% del universo de deuda sostenible, siendo los préstamos vinculados a la sostenibilidad el segmento de más rápido crecimiento. Impulsada en gran medida por empresas no financieras, incluidos los sectores de bienes de consumo, la emisión superó los USD 260 mil millones en 2021, aproximadamente 2,5 veces los niveles de 2020.

Gráfica 2

Aparte de China, más del 40% de la emisión de deuda ESG emergente y fronteriza provino de América Latina



Fuente: Bloomberg, BNEFF, IIF.

Los mercados emergentes se están poniendo al día lentamente y se han acelerado en 2021. La emisión total superó los USD 230 mil millones en 2021, frente a los USD 75 mil millones en 2020. Sin embargo, la actividad se concentró en gran medida en China, expandiéndose unas cinco veces a cerca de USD 110 mil millones. Excluida China, más del 40% de la emisión de mercados emergentes provino de América Latina (principalmente Chile, México y Brasil).

En los primeros meses de 2022, se ha ralentizado la emisión de deuda sostenible derivada de la guerra en Ucrania, la inflación, la incertidumbre y volatilidad existente en los mercados energéticos. En los cinco primeros meses del año la emisión de bonos sostenibles ascendió a EUR 393 mil millones, según los datos que aporta la plataforma Bloomberg.

Tabla 1

Emisión de bonos sostenibles en los últimos cuatro años

| Fecha | Verde | Social | Volumen emitido (EUR m) Sostenibilidad | SLB | Total |
|------------|---------|---------|--|--------|---------|
| 2022 (YtD) | 223.779 | 53.863 | 75.299 | 40.441 | 393.382 |
| 2021 | 483.591 | 174.438 | 161.326 | 85.608 | 904.962 |
| 2020 | 219.472 | 134.784 | 118.966 | 7.742 | 480.964 |
| 2019 | 211.629 | 16.638 | 70.251 | 2.956 | 301.475 |

Fuente: Bloomberg.

Finalizamos este punto con un hito relevante. En su conferencia anual en Londres, la Asociación Internacional del Mercado de Capitales (ICMA, por sus siglas en inglés) ha lanzado nuevas definiciones para la titulación verde, actualizado los indicadores clave de desempeño para la sostenibilidad en los bonos vinculados a objetivos y publicado nuevos recursos para la financiación de la transición climática. Todo ello ha contribuido a la actualización de los Principios de Bonos en sus distintas variantes con el aporte de más de 400 participantes del mercado y partes interesadas, así como la participación de muchas otras organizaciones a través de grupos de trabajo técnicos.

4.Caso Colombia: ¿cuál es la realidad del país en finanzas sostenibles?

Según análisis del Banco Mundial, el cambio climático podría provocar el desplazamiento de 216 millones de personas para 2050, efecto que se empezaría a sentir en algunas zonas más vulnerables a partir del 2030. Bajo este panorama, se hace urgente el desarrollo de una hoja de ruta que financie proyectos e inversiones con carácter de sostenibilidad.

Colombia no ha sido ajeno a esta realidad mundial y es por esto que, en abril de 2022, el Gobierno Nacional hizo la presentación oficial de la Taxonomía Verde que regirá para el mercado local. Con esto, el país se convierte en la primera nación en Latinoamérica en

contar con una Guía Verde, que permitirá movilizar recursos para favorecer proyectos que mitiguen el cambio climático y que protejan la biodiversidad.

En palabras del ministro de Ambiente y Desarrollo Sostenible, Carlos Eduardo Correa, *“nuestro país sigue marcando su ruta hacia la sostenibilidad, esta vez apalancando nuevos recursos e inversiones para el sector. Con la Taxonomía Verde, lograremos impulsar proyectos ambientales de prioridad para el país y se convierte en la hoja de ruta para empresas y emisores de valores, inversionistas locales y extranjeros, reguladores financieros, entidades públicas y privadas, y consumidores”*⁸⁷.

Bajo este panorama, la pregunta que sigue es: ¿quién o quiénes son los llamados a financiar para lograr los proyectos verdes? La respuesta está en el sistema financiero. Entidades como bancos, fondos de inversión, comisionistas de bolsa, fiduciarias, bancas de inversión, entre otras, tienen la posibilidad de participar en la cadena que canaliza los recursos para la financiación sostenible.

En manos de estas compañías está el diseño de productos financieros que se ofrezcan tanto a las empresas para llevar a cabo sus planes de inversión en proyectos de transición, como a las personas para incentivar un consumo más responsable. La Taxonomía Verde resulta clave en esta tarea pues proporciona facilidades cognitivas y de usos que pueden darse a los proyectos que buscan recursos.

Este documento rector permite la identificación y evaluación de actividades económicas y activos con contribuciones sustanciales para el logro de objetivos ambientales. *“Esto con el propósito de impulsar la movilización efectiva de recursos privados y públicos hacia las inversiones ambientales, que permitan cumplir con los compromisos internacionales del país”*⁸⁸, plantea el texto.

Además, entre su uso está el de facilitar la diferenciación y clasificación de los instrumentos financieros denominados como verdes de otras opciones financieras, tales como bonos, carteras de crédito y leasing, títulos derivados de procesos de titularización, fondos de inversión, líneas de inversión diferenciadas, portafolios de inversión e índices bursátiles, y promover el desarrollo de los mercados de capitales verdes en Colombia.

Por último, la Taxonomía Verde favorece la homologación de criterios y definiciones para las finanzas verdes, a través de un lenguaje común, aumentando la transparencia y evitando el engaño verde o *greenwashing*⁸⁹. Además, apoya el monitoreo y rastreo de las inversiones y el gasto público verdes, que apuntan a metas de sostenibilidad ambiental, así como la identificación de actividades con potencial y brechas para la focalización de recursos.

Esta hoja de ruta fue liderada por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público y la Superintendencia Financiera de Colombia. En la mesa de trabajo estaban: el Ministerio de Ambiente y Desarrollo Sostenible, el Departamento Nacional de Planeación y el Departamento Administrativo Nacional de Estadística y, en total, en el proceso participaron

⁸⁷ Tomado del comunicado de prensa emitido por el Ministerio de Ambiente y Desarrollo Sostenible. Recuperado de: <https://www.minambiente.gov.co/uncategorized/con-taxonomia-verde-colombia-fortalece-el-financiamiento-sostenible-y-su-biodiversidad/>

⁸⁸ Taxonomía verde de Colombia. Marzo 2022. Recuperado en: <https://www.taxonomiaverde.gov.co/webcenter/portal/TaxonomiaVerde>

⁸⁹ Tomando como referencia la definición que ofrece la Fundeu BBVA, Greenwashing se podría entender como la estrategia publicitaria utilizada por determinadas compañías para presentarse, a ellas y a sus productos, como entidades respetuosas con el medio ambiente, sin serlo. El objetivo principal de las mismas es, por un lado, esconder sus prácticas reales (más nocivas con la naturaleza) y, por otro, aprovechar el tirón que tiene todo lo catalogado como 'verde', tanto a nivel empresarial como de marca.

alrededor de 370 expertos técnicos y partes interesadas de los sectores privado, público, academia y organismos internacionales.

¿Cuál ha sido el compromiso del sector financiero frente a esta iniciativa de Gobierno? Las conclusiones están consignadas en el Protocolo Verde, que fue ratificado en abril de 2022 y renovado a 2027 por la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras, Asobancaria y el Gobierno Nacional.

En el Protocolo Verde el sector financiero se compromete a *“actualizar continuamente la cartera de productos y servicios bancarios destinados a financiar actividades y proyectos con beneficio social y ambiental. Promover condiciones diferenciales de financiamiento (tasa, plazo, periodo de gracia, criterios de elegibilidad, etc.) para proyectos, inversiones y negocios con impactos sociales y ambientales positivos, alineados con los sectores y actividades definidas en la Taxonomía Verde de Colombia”*⁴⁰.

También deben incorporar criterios ASG (Ambientales, Sociales y de Gobierno Corporativo) desde la concepción y estructuración de los productos y servicios financieros, junto a la medición de su impacto ambiental y social, además del económico.

En general, en este Protocolo, están detalladas las tareas del sector financiero en la promoción de los productos verdes.

4.1. ¿Qué productos se ofrecen y cómo funcionan?

Asobancaria en su Informe de Sostenibilidad de 2020 destacó que la cartera de productos verdes llegó a COP 11 billones para ese año y la cartera analizada con criterios ambientales y sociales (SARAS) alcanzó los COP 19,3 billones. Además, la inversión en investigación, desarrollo e innovación llegó a los COP 320 mil millones y que las entidades emplearon COP 209 mil millones en programas de inversión social.

Para llegar a estos desembolsos hubo una gran iniciativa de la banca en promover y apostar decididamente a la creación y oferta de productos financieros para la sostenibilidad.

Actualmente, en el mercado colombiano los productos verdes se dividen en tres categorías: (i) ambientales o verdes, que tienen que ver con inversiones medioambientales; (ii) sociales, que se relacionan con el desarrollo humano y de comunidades; y (iii) sostenibles, que hace una mezcla de los dos anteriores.

Entre los instrumentos financieros que ofrecen las entidades financieras están los créditos verdes, créditos indexados a indicadores de desempeño sostenible, garantías sostenibles, *confirming* sostenible, leasings verdes, derivados sostenibles y los bonos verdes o bonos sostenibles, estos últimos que son los productos transados en el mercado de valores a través de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC).

4.2. Bonos verdes: el potencial está creciendo

Entendiendo que los bonos verdes son títulos de crédito emitidos por instituciones públicas o privadas bajo el compromiso de invertir en un proyecto verde y sostenible y que presentan oportunidades de diversificación y ampliación de la base inversionista, aportan

⁴⁰ Protocolo Verde <https://www.asobancaria.com/wp-content/uploads/2017/11/Protocolo-Verde-Colombia.pdf>

diferenciación entre empresas del mismo sector y mejoran la imagen corporativa y la reputación del emisor. Un factor clave en este negocio ha sido la creciente participación de nuevos emisores corporativos y del sector financiero, tanto en Europa como en América, aunque el mayor crecimiento se debe a emisores procedentes de China.

Si se mira por el lado de la demanda, el apetito por este tipo de activos ha aumentado por parte de los inversionistas institucionales (gestores de fondos y de pensiones) y se ha extendido geográficamente con nuevos intereses en economías emergentes. Se habla de un mercado en alza que jugará un papel muy relevante en la financiación de la transición energética de las economías hacia un escenario bajo de emisiones y favoreciendo también un desarrollo sostenible.

Estos productos se estructuran y comercializan a través de las comisionistas de bolsa. Un emisor que desee financiarse con bonos verdes en Colombia debe solicitar la autorización a la Superintendencia Financiera, para que pueda salir al mercado a ofrecer el bono. Actualmente, hay emisores con programas de emisión ya autorizados, por lo tanto, no buscan la estructuración de los bonos con las características de bonos verdes, sociales o sostenibles, sino que buscan a las comisionistas para que les ayuden a venderlo a través de la actividad de colocación.

En este caso, los bonos verdes, sociales y sostenibles se caracterizan por:

1. Tener un uso de fondos definido y que estén alineados, según la categoría, con los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) determinados por la Organización de Naciones Unidas (ONU).
2. Deben pasar una evaluación previa al interior de la empresa emisora sobre la veracidad y efectividad del proyecto sostenible. Básicamente, se necesita que sea rigurosa la evaluación que cumple con los lineamientos de los ODS.
3. En la gestión de los fondos, se debe ilustrar de manera precisa cómo se van a usar los recursos, en qué proyectos y con qué periodicidad. Se busca que los recursos no vayan a ser destinados a otros propósitos que no son sostenibles.
4. Se debe hacer un informe anual, en el que se muestre a los inversionistas en qué se invirtieron los recursos. Esto es un compromiso del emisor con quienes le dan la financiación.

Uno de los aspectos que también se resaltan en estos productos financieros es la participación de una tercera empresa que es la que certifica el bono y su característica de sostenibilidad. Se conoce como *“second party opinion”* y son contratadas por el emisor, en el mercado hay agencias calificadoras de riesgo y otras entidades que están acreditadas para hacer esta evaluación de los bonos.

Así mismo, otros bonos que hay en el mercado, pero que aún no se negocian en Colombia, son los bonos ligados al cumplimiento de KPI's sostenibles. A diferencia de los bonos verdes, sociales y sostenibles, en los bonos ligados a estos KPI's, el uso de los fondos es de propósito general, es decir, que pueden invertirse en capital de trabajo, pago de pasivos, entre otros.

Sin embargo, en los bonos ligados a KPI's el emisor también debe adquirir unos compromisos de cumplimiento de objetivos ligados a planes de sostenibilidad de la compañía.

En ambos casos, las características financieras de los bonos se pactan de manera convencional como con los otros bonos no temáticos. Se fija la tasa, el plazo, el monto, y se hace el prospecto de emisión que es entendido como un documento estándar para las emisiones. Toda la regulación sobre estas emisiones está contemplada en el Decreto 2555 de 2010 de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Las emisiones de bonos verdes iniciaron en 2017 con el primer emisor Bancóldex, quien hizo una colocación por COP 200 mil millones en el mercado principal. A partir de entonces, cada año han existido diferentes emisiones mayoritariamente del sector financiero con empresas como: Findeter, Bancamía, Bancóldex, Banco W, Banco de Bogotá, Finandina, Bancolombia y Corficolombiana.

Además, el sector público se ha hecho presente con colocaciones del Distrito Capital (Bogotá) y del Icetex. La mayor emisión en el país estuvo liderada por Corficolombiana con una colocación de COP 400 mil millones en bonos sociales en octubre del año pasado.

En total, se han emitido COP 5,07 billones entre 2017 y 2022 en el mercado secundario y primario. De este total, el 51% corresponde a bonos sociales, el 21% son bonos verdes, un 18% se ubica en bonos sostenibles y 6% está denominado como bonos naranjas⁴¹. Entre 2017 y 2022, el crecimiento ha sido de 270% al pasar de COP 200 mil millones colocados a COP 740 mil millones.

A continuación, la lista de empresas en Colombia que han emitido bonos verdes, sociales o sostenibles en el mercado principal y secundario.

Tabla 2

Cifras de emisión de bonos sostenibles

| Emisor | Fecha de colocación | Año | Clase | Tipo de valor | Monto (COP Millones) | Mercado |
|-------------|---------------------|------|------------|---------------|----------------------|-----------|
| Bancóldex | 9-ago | 2017 | Financiero | Verdes | 200.000 | Principal |
| Bancóldex | 24-may | 2018 | Financiero | Sociales | 100.000 | Principal |
| Bancóldex | 24-may | 2018 | Financiero | Sociales | 100.000 | Principal |
| Bancóldex | 24-may | 2018 | Financiero | Sociales | 200.000 | Principal |
| Bancolombia | 17-jul | 2018 | Financiero | Verdes | 153.306 | Principal |
| Bancolombia | 17-jul | 2018 | Financiero | Verdes | 146.694 | Principal |
| Bancóldex | 29-nov | 2018 | Financiero | Naranja | 250.000 | Principal |
| Bancóldex | 29-nov | 2018 | Financiero | Naranja | 150.000 | Principal |

⁴¹ Los Bonos Naranja son un instrumento financiero que funciona como cualquier bono ordinario, pero sus recursos están destinados a financiar o refinanciar, vía crédito, las actividades y proyectos de las empresas vinculadas a la Economía Naranja que pertenezcan a cualquiera de estas tres categorías: (i) Industrias culturales convencionales, (ii) creaciones funcionales, nuevos medios y software, (iii) artes y Patrimonio.

| | | | | | | |
|----------------------------|--------|------|----------------|-------------|---------|-----------|
| Findeter | 18-jun | 2019 | Financiero | Sostenibles | 132.827 | Principal |
| Findeter | 18-jun | 2019 | Financiero | Sostenibles | 267.173 | Principal |
| P.A TMAS-1 | 27-jun | 2019 | Titularización | Sostenibles | 131.350 | Segundo |
| Banco Bogotá | 24-sep | 2020 | Financiero | Verdes | 114.000 | Principal |
| Banco Bogotá | 24-sep | 2020 | Financiero | Verdes | 186.000 | Principal |
| Icetex | 17-dic | 2020 | PúblicoX | Sociales | 162.570 | Segundo |
| Icetex | 17-dic | 2020 | PúblicoX | Sociales | 201.363 | Segundo |
| Banco W | 11-feb | 2021 | Financiero | Sociales | 160.000 | Principal |
| Bancamía | 22-jun | 2021 | Financiero | Sociales | 120.541 | Principal |
| Bancolombia | 16-sep | 2021 | Financiero | Sostenibles | 164.703 | Principal |
| Bancolombia | 16-sep | 2021 | Financiero | Sostenibles | 183.797 | Principal |
| Bancolombia | 16-sep | 2021 | Financiero | Sostenibles | 251.500 | Principal |
| Corficolombiana | 20-oct | 2021 | Financiero | Sociales | 100.000 | Principal |
| Corficolombiana | 20-oct | 2021 | Financiero | Sociales | 400.000 | Principal |
| Bogotá Distrito Capital | 2-dic | 2021 | Público | Sociales | 103.000 | Principal |
| Bogotá Distrito Capital | 2-dic | 2021 | Público | Sociales | 59.271 | Principal |
| Icetex | 15-dic | 2021 | Público | Sociales | 157.350 | Principal |
| Icetex | 15-dic | 2021 | Público | Sociales | 38.000 | Principal |
| Icetex | 15-dic | 2021 | Público | Sociales | 97.374 | Principal |
| Mibanco | 27-ene | 2022 | Financiero | Sociales | 112.500 | Segundo |
| Finandina | 17-mar | 2022 | Financiero | Verdes | 80.855 | Principal |
| Finandina | 17-mar | 2022 | Financiero | Verdes | 47.121 | Principal |
| Bancóldex S.A. | 11-may | 2022 | Financiero | Sociales | 209.000 | Principal |
| Bancóldex S.A. | 11-may | 2022 | Financiero | Sociales | 291.000 | Principal |

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

4.3. Cartera sostenible, meta de BBVA

Como se había mencionado antes, existen varios productos financieros con carácter sostenible además de los bonos transados en el mercado de capitales. En el diseño de estos productos cada entidad financiera es autónoma y, tomando como ejemplo el caso de BBVA, se tiene un portafolio diversificado.

BBVA en Colombia, siguiendo los lineamientos del Grupo BBVA, se ha propuesto desarrollar un portafolio de productos sostenible tan completo y variado como el que actualmente ofrece el banco a sus clientes en productos tradicionales. En este sentido, nuestro portafolio incluye préstamos para constructores y compra de vivienda en proyectos con certificado de sostenibilidad. También contamos con créditos con tasas preferenciales para la compra de automóviles híbridos o eléctricos y motocicletas.

Para el sector empresarial, hay soluciones de financiación para proyectos que permitan incentivar el emprendimiento, la inclusión financiera y apoyar inversiones en salud y educación. El portafolio verde presenta opciones en movilidad sostenible, eficiencia energética y energías renovables, digitalizando algunos de los productos que actualmente, ofrecemos tanto a los clientes en los segmentos para personas, pymes y empresas entregando canales adicionales para apoyar en la transición hacia una economía más verde e inclusiva.

A modo de balance, en 2021, BBVA en Colombia financió iniciativas sostenibles por COP 1,3 billones, lo que representó un crecimiento del 100% frente al desempeño logrado el año inmediatamente anterior.

4.4. Principales retos en el camino de la financiación verde local

El primer aspecto que hay que evaluar en el caso colombiano, es que el mercado es pequeño, es un mercado en promedio de 30 emisiones al año. Esto muestra que el potencial es alto y que actualmente, es baja la emisión.

Además, es un mercado en el que los inversionistas institucionales terminan comprando el grueso de las emisiones y, por políticas de inversión propias de estos agentes, se tienen restricciones de inversión en emisores de alta calificación crediticia.

Otro aspecto, es que el mercado secundario en Colombia tiene una liquidez limitada para los inversionistas institucionales, lo que pone como reto el cambio de las políticas de inversión de estas entidades o que tengan un apetito a emisores diferentes a los recurrentes.

En cuanto a tasas de emisión también hay una oportunidad de crecimiento, pues la tasa de colocación no es tan competitiva frente a la de bonos ordinarios o deuda en títulos, por lo tanto, hay una opción de mejorar las tasas para que sean más atractivas para los inversionistas.

Según Asobancaria, para que la banca contribuya más en el desarrollo sostenible del país *“hay que buscar el camino verde, si bien ya se han desembolsado COP 11,5 billones en financiación de proyectos ambientalmente sostenibles, el sector está en un proceso de*

transformación de sus modelos de negocio y la financiación del desarrollo productivo para contribuir a la sostenibilidad del planeta y a la generación de nuevas oportunidades”.

A modo de conclusión, la hoja de ruta está clara, el gobierno colombiano ha hecho un esfuerzo por crear una regulación y normativa para la financiación sostenible y esto cuenta con el apoyo del sector financiero, el cual no solo está dispuesto al diseño de productos, sino que ha creado un marco rector y estrategia de sostenibilidad para los próximos años. Así las cosas, lo que queda es que los emisores y empresas se motiven a tomar estas fuentes de financiación como opciones viables para la obtención de recursos.

Referencias

- Agencia Internacional de la Energía (2022). “*World Energy Investment 2022*”. Recuperado de: <https://www.iea.org/reports/world-energy-investment-2022>
- Banco Mundial (2022). “*The Global Findex Database 2021*”. Recuperado de: <https://www.worldbank.org/en/publication/globalindex>
- Carney, M. (29 de septiembre de 2015). “*Breaking the Tragedy of the Horizon – climate change and financial stability*”. Speech given by Governor of the Bank of England in Lloyd’s of London. Recuperado de: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2015/breaking-the-tragedy-of-the-horizon-climate-change-and-financial-stability.pdf?la=en&hash=7C67E785651862457D99511147C7424FF5EA0C1A>
- Final Report. The Economics of Biodiversity: The Dasgupta Review. <https://www.gov.uk/government/publications/final-report-the-economics-of-biodiversity-the-dasgupta-review>
- Fink L. (2021). “*Carta de Larry Fink a los consejeros delegados*”. Carta abierta del Presidente & CEO BlackRock. Recuperado de: <https://www.blackrock.com/es/particulares/2021-larry-fink-carta-ceo>
- McKinsey (2022). “*The Net-Zero Transition: What it would cost, what it could bring*”. Recuperado de: <https://www.mckinsey.com/business-functions/sustainability/our-insights/the-net-zero-transition-what-it-would-cost-what-it-could-bring>
- Naciones Unidas (2015). “*Acuerdo de París por el Clima*”. Recuperado de: https://unfccc.int/sites/default/files/spanish_paris_agreement.pdf
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (2020). “*Developing Sustainable Finance Definitions and Taxonomies*”. Recuperado de: <https://www.oecd-ilibrary.org/sites/134a2dbe-en/index.html?itemId=/content/publication/134a2dbe-en>
- Taxonomía verde de Colombia. Marzo 2022. Recuperado en: <https://www.taxonomiaverde.gov.co/webcenter/portal/TaxonomaVerde>
- UNEP (9 de diciembre de 2020). “*Emission Gap Report 2020*”. Recuperado de <https://www.unep.org/emissions-gap-report-2020>
- World Economic Forum (2022). “*The Future of Nature and Business*”. Recuperado de: <https://es.weforum.org/reports/the-future-of-nature-and-business-policy-companion>

Capítulo 3

Estado actual y oportunidades de la infraestructura del Mercado de Capitales colombiano

Autor: Michel Janna



1. Introducción

A pocos años de cumplir un siglo de operación⁴², las infraestructuras del mercado de capitales en Colombia han recorrido un largo camino para llegar a su estado actual. A medida que las actividades de intermediación se han venido sofisticando a través del tiempo, esta infraestructura ha evolucionado de ser un simple escenario de negociación, a numerosos y complejos agentes de compensación y liquidación, depósitos de valores, cámaras de contrapartida central, custodios y sistemas de registro.

Este ecosistema de proveedores de infraestructura constituye el núcleo del funcionamiento del mercado de capitales. Su correcto funcionamiento es clave para que la intermediación de valores pueda cumplir el papel fundamental en el crecimiento económico, al facilitar la movilización de capital de sectores superavitarios (inversionistas) hacia agentes deficitarios con necesidades de financiamiento (emprendimientos, proyectos y empresas).

Recientemente, tendencias globales como la aparición de activos digitales, el uso del Blockchain y de la inteligencia artificial, la proliferación de los mercados de financiación privados, y las nuevas presiones regulatorias han sacudido los cimientos de las infraestructuras tradicionales. Estos cambios han puesto sobre la mesa la necesidad de que los proveedores actuales sean más costo-eficientes y puedan estructurar nuevas promesas de valor a los agentes del mercado.

Si bien algunas de estas disrupciones parecen aún tangenciales para un mercado como el colombiano, la realidad es que ya están influenciando de manera marcada la toma de decisiones al interior de los proveedores de infraestructura. Tal vez el ejemplo más dicente es la reciente iniciativa de integración regional de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) con sus pares de Chile y de Perú, que busca ampliar el tamaño del mercado, capturando sinergias y economías de escala, y mejorando la competitividad de la negociación de valores.

El propósito del presente documento es partir del estado actual de los proveedores de infraestructura en Colombia en sus diferentes fases del proceso de intermediación de valores y divisas, con el fin de identificar algunos aspectos que son sujetos de mejora para impulsar el desarrollo de los mercados locales. Para esto, el documento está dividido en tres secciones. En la sección que sigue a esta introducción se presenta un panorama general de la situación actual de infraestructura del mercado de valores y divisas en el país, por actividades y por mercados. Luego, se plantean una serie de recomendaciones para mejorar la microestructura del mercado, la innovación al interior de los proveedores, su gobernanza y transparencia. Finalmente, se realiza un balance presentando las principales conclusiones.

⁴² El primer mercado bursátil en Colombia fue la Bolsa de Bogotá, fundada en 1928.

2. Panorama general de la infraestructura del mercado de capitales en Colombia

Los proveedores de infraestructura están presentes en toda la cadena de intermediación de valores y divisas, y por lo tanto son múltiples y diversos. Incluyen a las bolsas de valores, futuros y opciones, a los administradores de sistemas de compensación y liquidación, a los depósitos centralizados de valores, a las cámaras de riesgo central de contraparte, a los administradores de sistemas de negociación y de registro de operaciones, y a los demás sistemas o mecanismos que facilitan la labor de intermediación⁴³.

Como se observa en la Gráfica 1, el mercado colombiano exhibe más de un proveedor de infraestructura en casi todas las actividades de intermediación, lo que, para un mercado relativamente pequeño en términos de volúmenes transados, implica un grado de fragmentación considerable.

Gráfica 1

Panorama general de los proveedores de infraestructura

| | Participantes del mercado | | | | | |
|----------------------------|---|-----|-----------------------|---------|------------------------|---------|
| Negociación | BVC | SEN | Set Icap | GFI | Tradition | Derivex |
| Compensación y liquidación | Cámara de Riesgo Central de Contraparte | | DCV | | DECEVAL | |
| Depósitos de valores | DCV | | | DECEVAL | | |
| Calificadoras de riesgos | BRC Ratings - S&P Global | | Value and Risk Rating | | Fitch Ratings Colombia | |
| Proveedores de precios | PRECIA | | | PIP | | |
| Custodios | Sociedades Fiduciarias | | | | | |

Fuente: AMV con base en Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) y Banco de la República.

Con el fin de comprender mejor el rol de las infraestructuras del mercado de capitales colombiano, a continuación, se describe su situación en cada una de las etapas de la intermediación de valores y divisas.

⁴³ Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2010). Decreto 2555 de 2010. Artículo 11.2.1.6.4

2.1. Sistemas de Negociación y Registro

Los sistemas de negociación y de registro facilitan el encuentro entre oferentes y demandantes y el intercambio de títulos y divisas. Las entidades afiliadas a los sistemas de negociación concurren a estos con el fin de realizar ofertas de compra y venta en firme sobre valores que se negocien en dichos sistemas. Adicionalmente, los sistemas se encargan de divulgar información al mercado sobre las operaciones allí realizadas.

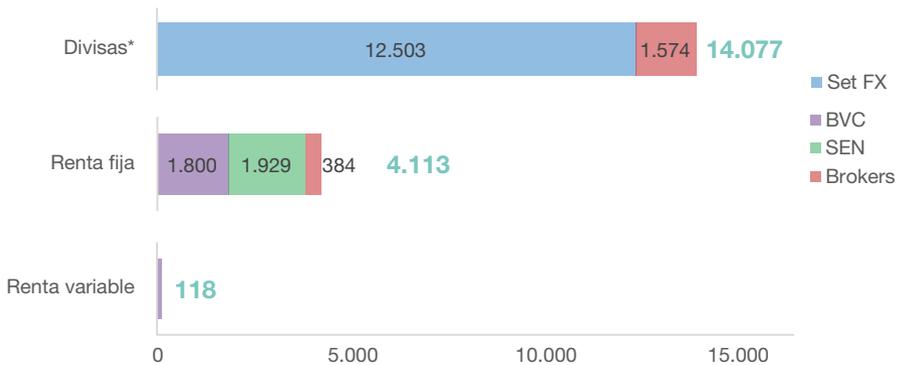
En el último año⁴⁴, los mercados de valores locales (renta variable más renta fija) negociaron mediante operaciones de compra/venta cerca de COP 1.041 billones a través de 1.345.532 operaciones, lo que representa transacciones promedio diarias por cerca de COP 4,2 billones a través de 5.469 operaciones diarias.

En términos de monto, el mercado de renta fija es el de mayor preponderancia, representando cerca del 85% de los títulos valores negociados. Mientras, en cuanto al número de operaciones, la mayor participación la tiene la negociación de acciones con cerca del 79%.

En lo que respecta a divisas, el mercado es varias veces más grande que la suma del mercado de valores (renta fija y renta variable). En el último año se negociaron alrededor de USD 3.662 millones por día en el mercado de contado (unos COP 14 billones diarios).

Gráfica 2

Promedio diario de volúmenes negociados por mercado



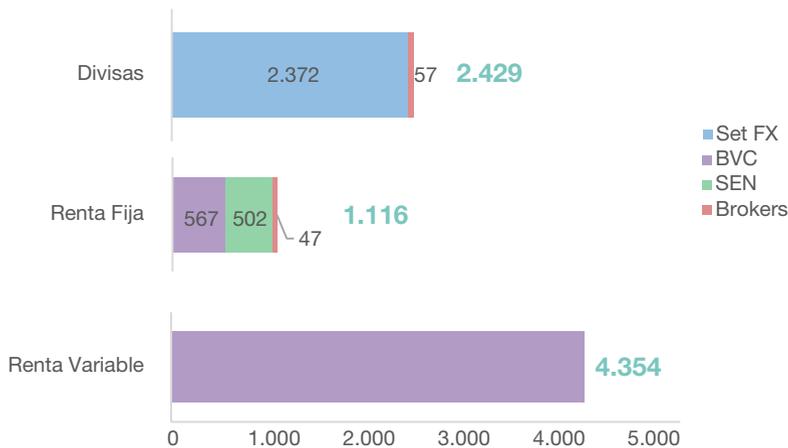
Fuente: BVC, Banco de la República, SetICAP, ICAP, GFI, Tradition.
Información de promedios diarios de mayo de 2021 a abril de 2022.
Cifras en miles de millones COP.

***Solo incluye operaciones de contado. Tasa de cambio del periodo: 3.843,71**

⁴⁴ Entre mayo 2021 y abril 2022.

Gráfica 3

Promedio diario de número de operaciones por mercado



Fuente: BVC, Banco de la República, SetICAP, ICAP, GFI, Tradition. Información de promedios diarios entre mayo de 2021 y abril de 2022.

2.1.1. Mercado de Renta Variable

En Colombia, las operaciones del mercado de renta variable⁴⁵ se realizan únicamente a través del sistema de negociación de acciones administrado por la Bolsa de Valores de Colombia (BVC)⁴⁶. La BVC pertenece al Grupo BVC que tiene presencia en toda la cadena de valor del mercado de capitales colombiano. El Grupo BVC tiene como filiales Deceval, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) y Precia. Adicionalmente, tiene inversiones permanentes en SET-ICAP FX y Derivex.

En su rol de escenario de negociación, la BVC pone a disposición de sus sociedades comisionistas de bolsa (SCB), sistemas de negociación diseñados para operar de forma organizada, eficiente, segura y transparente, garantizando un acceso y tratamiento equitativo a sus miembros⁴⁷.

Las operaciones celebradas en las bolsas de valores son compensadas y liquidadas en los sistemas de compensación y liquidación autorizados por el mecanismo de entrega contra pago⁴⁸. Hasta agosto de 2020, la BVC gestionó la compensación y liquidación de las operaciones de contado. Posteriormente, estas actividades comenzaron a realizarse en la CRCC.

⁴⁵ El mercado de renta variable hace referencia a los títulos cuya rentabilidad tiene un flujo no determinado al momento de invertir los recursos, como son las acciones y títulos de participación.

⁴⁶ Hasta 2001, existieron en el mercado local tres plazas bursátiles a saber: Bogotá, Medellín y Occidente. Sin embargo, como resultado de su unificación se creó la Bolsa de Valores de Colombia.

⁴⁷ Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2010). Decreto 2555 de 2010. Artículo 2.10.5.2.4.

⁴⁸ En el mecanismo entrega contra pago (ECP) los valores se transfieren únicamente si la contraparte realiza el pago de estos.

De este modo, en la BVC tiene lugar únicamente la negociación y la complementación de las operaciones. Una vez complementadas las operaciones son enviadas a la CRCC. Adicionalmente, se modificó el plazo de liquidación de las operaciones de contado de $t + 3$ a $t + 2$.

Entre mayo de 2021 y abril de 2022 se negociaron en el mercado accionario cerca de COP 29 billones a través de 1.070.993 operaciones de compraventa, lo que representa valores promedio diarios de COP 118 mil millones mediante 4.354 transacciones diarias.

2.1.2. Mercado de Renta Fija

En Colombia, las operaciones sobre títulos de renta fija⁴⁹ que se encuentren inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) pueden realizarse por medio de un sistema de negociación de valores o en el mercado mostrador para luego ser registradas en un sistema de registro.

El sistema de negociación de valores⁵⁰ es un mecanismo de carácter multilateral y transaccional, mediante el cual concurren las entidades afiliadas al mismo, para realizar ofertas en firme sobre valores. Actualmente existen dos sistemas de negociación de renta fija: El Sistema Electrónico de Negociación (SEN), y el Mercado Electrónico Colombiano (MEC).

Por otro lado, la negociación en el mercado mostrador (OTC, por sus siglas en inglés) y su posterior registro en los sistemas de registro es un mecanismo que tiene como objeto recibir y registrar las operaciones bilaterales entre los afiliados a dichos sistemas, o entre estos con terceros no afiliados⁵¹. Estas operaciones se pueden hacer a través de Brókeres.

Una vez realizadas las operaciones, el sistema de negociación y registro informa al depósito donde se encuentren los valores para realizar el proceso de compensación y liquidación.

A continuación, se describen los sistemas de negociación y registro que actualmente operan en el mercado de renta fija.

Sistema Electrónico de Negociación (SEN)

El SEN es administrado por el Banco de la República y permite la negociación y registro de operaciones con títulos de deuda pública. Allí, concurren los participantes del Programa de Creadores de Mercado para Títulos de Deuda Pública (PCMTDP)⁵² dirigido por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP). Dicho programa tiene por objetivo desarrollar el mercado de títulos de deuda pública y fomentar condiciones adecuadas para la financiación de la Nación en el mercado de capitales local.

⁴⁹ Los instrumentos de renta fija hacen referencia a títulos de contenido crediticio o representativos de una deuda en los cuales el emisor define el pago periódico de rendimientos a una tasa determinada (variable o fija) sobre un valor nominal. En esta categoría se encuentran: aceptaciones bancarias, titularizaciones, Títulos de Devolución de Impuestos (TIDIS), Títulos de Tesorería (TES), Bonos, Certificados de Depósito a Término (CDT) y papeles comerciales (AMV, 2021a).

⁵⁰ Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2010). Decreto 2555 de 2010. Artículo 2.15.2.1.1

⁵¹ Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2010). Decreto 2555 de 2010. Artículo 2.15.3.1.1

⁵² La Resolución 5112 de 2018 del MHCP define las condiciones del PCMTDP y los requisitos para las entidades que quieran participar en este.

Aualmente, la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional (DGCPTN) selecciona las entidades que participarán en el programa de creadores de mercado para el año siguiente. Al programa pueden pertenecer únicamente los establecimientos de crédito, las sociedades comisionistas de bolsa y las corporaciones financieras. Hay un máximo de 18 entidades participantes.

La siguiente tabla resume los principales derechos y deberes de los participantes en el programa de creadores de mercado:

Tabla 1 Participantes del programa de creadores de mercado

| Derechos | Deberes |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> -Acceder en primera vuelta a las colocaciones en mercado primario de títulos de deuda pública. -Acceder a operaciones de manejo de deuda de la Nación. -Acceder al sistema de Transferencia Temporal de Valores (TTV) de DGCPTN. -Asistir a reuniones periódicas el MHCP y el Banco de la República para tratar temas del PCMTDP | <ul style="list-style-type: none"> -Cumplir con el requisito mínimo de adjudicación en el mercado primario (3,85% de las colocaciones en primera vuelta). -Cotizar de manera permanente (70% del tiempo) y simultánea, puntas de compra y venta con un margen máximo en el primer escalón del SEN. -Compensar y liquidar las operaciones realizadas en el primer escalón a través de una Cámara de Riesgo Central. -Remitir a DGCPTN informes mensuales sobre la evolución y perspectivas del mercado de deuda pública. |

Fuente: Elaboración propia.

Mercado Electrónico Colombiano (MEC)

El Mercado Electrónico Colombiano (MEC) es el sistema centralizado administrado por la BVC que permite la negociación de operaciones en el sistema transaccional y el registro de la información de operaciones realizadas en el mercado mostrador de valores de renta fija, pública y privada.

El MEC permite el registro de las siguientes operaciones de deuda pública y privada: i) compraventas de contado; ii) repos; iii) simultáneas; y iv) TTV.

Sistemas de negociación y registro híbridos (Brókeres)

El mercado colombiano cuenta con sistemas que permiten la negociación y registro de operaciones sobre títulos de deuda pública, deuda privada, así como instrumentos financieros derivados y/o productos estructurados mediante mecanismos híbridos (voz y datos) en el mercado mostrador (OTC). Actualmente estos sistemas, también conocidos como Brókeres, son: i) SET ICAP Securities Colombia; ii) GFI Securities Colombia; y iii) Tradition Securities Colombia.

Dinámica de negociación

En el último año se negociaron en títulos de renta fija en transacciones de compraventa cerca de COP 1.009 billones a través de aproximadamente 275 mil operaciones, lo que representa valores promedio diarios de COP 4,1 billones mediante 1.116 transacciones. De acuerdo con la naturaleza de los títulos, el mercado de deuda pública del gobierno nacional central (títulos TES) corresponde a cerca del 87% del monto y el 72% de las negociaciones, mientras que la deuda corporativa y la deuda pública distinta de TES concentra el restante 13% del monto y 28% de las operaciones.

Tabla 2

Volúmenes y operaciones por mercado: Renta Fija

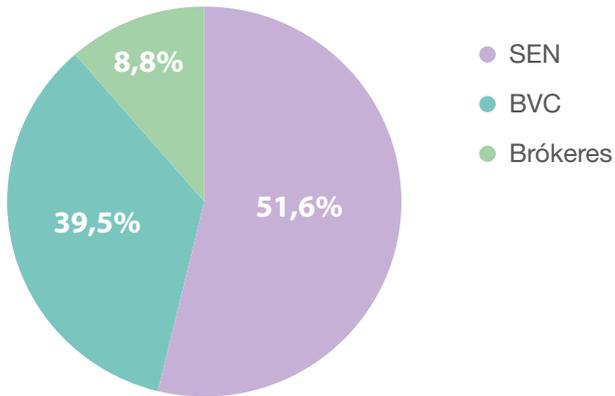
| Tipo de deuda | Monto anual negociado Billones de COP | Número de operaciones anuales |
|-------------------|--|----------------------------------|
| Deuda Pública | 877 | 197.670 |
| Deuda Corporativa | 132 | 76.869 |
| Total | 1.009 | 274.539 |

*Fuente: BVC, Banco de la República, SetICAP, ICAP, GFI, Tradition.
Información de mayo de 2021 a abril de 2022.*

Por escenario de negociación, el mercado de renta fija concentra su operativa en el SEN del Banco de la República, que representa cerca del 52% del monto y el 49% de las operaciones. Las transacciones a través del sistema de negociación y registro de la BVC suman cerca del 39% del monto y el 47% de las operaciones, mientras que los sistemas de negociación híbridos (brókeres) participan con un 9% y 4% respectivamente.

Gráfica 4

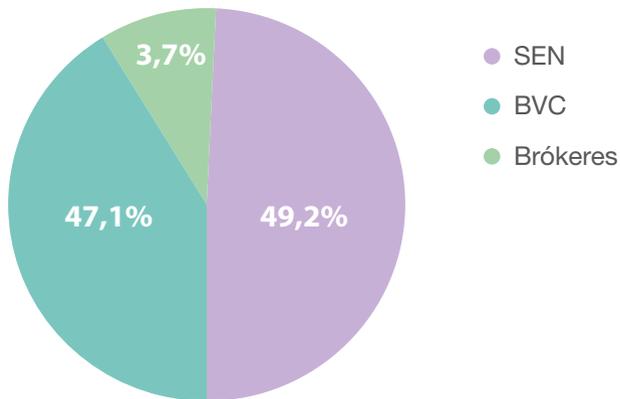
Volúmenes negociados por escenario de negociación: Renta Fija



Fuente: BVC, Banco de la República, SetICAP, ICAP, GFI, Tradition. Información de mayo de 2021 a abril de 2022.

Gráfica 5

Operaciones por escenario de negociación: Renta Fija



Fuente: BVC, Banco de la República, SetICAP, ICAP, GFI, Tradition. Información de mayo de 2021 a abril de 2022.

Por tipo de intermediarios, la negociación de títulos de deuda se concentra principalmente en los bancos, con cerca del 57% del monto negociado, seguidos por las sociedades comisionistas de bolsa que en términos de monto significan cerca del 18%.

Tabla 3

Volúmenes por tipo de intermediario: Renta Fija

| Tipo de intermediario | Deuda pública | Deuda privada | Total Renta Fija | Participación |
|--|---------------|---------------|------------------|---------------|
| Bancos | 1.034 | 17 | 1.051 | 57,2% |
| Sociedades Comisionistas de Bolsa | 174 | 148 | 321 | 17,5% |
| Corporaciones Financieras | 159 | 1 | 159 | 8,7% |
| Otros | 110 | 3 | 113 | 6,1% |
| Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías | 80 | 19 | 99 | 5,4% |
| Sociedades Fiduciarias | 49 | 45 | 94 | 5,1% |
| Total | 1.606 | 233 | 1.837 | 100% |

*Fuente: BVC – Banco de la República – Brókeres
Información de mayo de 2021 a abril de 2022. Cifras en Billones COP.*

2.1.3. Mercado de Derivados

Los derivados financieros pueden ser negociados en el mercado OTC y el mercado estandarizado. Este último es administrado por la BVC. Adicionalmente, se cuenta con un sistema llamado Derivex, que gestiona el mercado de derivados estandarizados cuyos subyacentes son bienes básicos energéticos.

Los derivados financieros se consideran como valores si cumplen con las siguientes condiciones: son estandarizados y susceptibles a ser transados en las bolsas de valores o en otro sistema de negociación. Los derivados negociados en una bolsa de valores son compensados y liquidados por medio de la CRCC.

Entre mayo de 2021 y abril de 2022, en el mercado de futuros y opciones estandarizadas se negociaron cerca de COP 116 billones a través de 50.454 operaciones, equivalentes a valores promedio diarios cercanos a los COP 465 mil millones y 205 transacciones.

Por tipo de intermediarios, la negociación de derivados estandarizados se concentra principalmente en las sociedades comisionistas de bolsa, que representan cerca del 71% del monto negociado y el 96% de las operaciones, seguidas de los bancos que representan cerca del 17% del monto y el 2% de las transacciones.

Tabla 4

**Volúmenes y operaciones por intermediario:
Derivados Estandarizados**

| Tipo de intermediario | Monto negociado | Monto negociado |
|--|-----------------|-----------------|
| Bancos | 20 | 970 |
| Sociedades Comisionistas de Bolsa | 82 | 48.687 |
| Corporaciones Financieras | 4 | 109 |
| Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías | 9 | 410 |
| Sociedades Fiduciarias | 1 | 278 |
| Total | 116 | 50.454 |

*Fuente: BVC
Información de mayo de 2021 a abril de 2022. Cifras en Billones COP.*

2.1.4. Mercado de Divisas

En el mercado cambiario local se encuentran habilitados como sistemas de negociación y registro de divisas las siguientes plataformas: SET-ICAP FX y las plataformas híbridas GFI Exchange Colombia y Tradition Colombia.

SET-ICAP FX permite la negociación a través de mecanismos de calce automático, en el cual los participantes⁵³ del sistema ingresan voluntariamente las ofertas sobre divisas. Por su parte, en los sistemas híbridos los participantes envían de forma privada las ofertas a los sistemas quienes posteriormente las divulgan al mercado.

Durante el periodo del 1 de mayo de 2021 al 30 de abril de 2022, el mercado de contado realizó transacciones promedio diarias por cerca de USD 3.662 millones, representando alrededor de un 40% del monto total operado en el mercado de divisas, mientras que el monto restante corresponde con operaciones ejecutadas sobre derivados en el mercado OTC.

Tabla 5

Volúmenes y operaciones por mercado: Divisas

| Mercado | USD millones |
|---------------|--------------|
| Contado SetFx | 3.253 |
| Contado OTC | 409 |
| Derivados OTC | 5.419 |
| Total | 9.081 |

*Fuente: SetICAP-FX, GFI, Tradition.
Información de mayo de 2021 a abril de 2022.*

⁵³ Podrán participar en los sistemas de negociación y registro las entidades vigiladas por la SFC, la Nación a través del MHCP y los agentes del exterior autorizados para realizar operaciones e derivados sobre divisas de manera profesional con IMC.

En relación con los distintos escenarios donde se ejecutan estas negociaciones, el 36% del monto total negociado en divisas se negoció a través del mercado transaccional, mientras el 64% restante se ejecutó a través del mercado OTC.

Por tipo de intermediario, la negociación se concentró en los bancos, que representaron cerca del 81% del total del monto (contado y derivados), seguidos por las sociedades comisionistas de bolsa, que representaron el 11% del monto total negociado.

Tabla 6

Volúmenes por mercado: Divisas

| Tipo de intermediario | Contado | Derivados |
|---------------------------------------|--------------|--------------|
| | USD millones | |
| Bancos | 2.430 | 4.958 |
| Sociedades Comisionistas de Bolsa | 740 | 274 |
| Corporaciones Financieras | 333 | 185 |
| Compañías de Financiamiento Comercial | 91 | 2 |
| Instituciones Oficiales Especiales | 68 | 1 |
| Total | 3.662 | 5.420 |

*Fuente: SetlCAP, ICAP, GFI, Tradition.
Información de mayo de 2021 a abril de 2022.*

2.2. Sistemas de compensación y liquidación de valores

La confirmación, compensación y liquidación de operaciones sobre valores es realizada a través de sistemas, normas, actividades, agentes y procedimientos, que permiten a las entidades liquidar las operaciones y las obligaciones que contraen en los respectivos mercados.

Los principales sistemas en los cuales se realiza la compensación y liquidación de operaciones en los mercados locales son:

2.2.1. Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC)

La entidad de contrapartida central del mercado de capitales colombiano es la CRCC, filial de la BVC. Esta entidad tiene por objeto exclusivo prestar el servicio de compensación como contraparte central de las operaciones de valores y divisas para reducir o eliminar los riesgos de incumplimiento de las obligaciones derivadas de las mismas. Se constituye como acreedora y deudora recíproca de los derechos y obligaciones derivados de las operaciones que haya aceptado previamente para su compensación y liquidación.

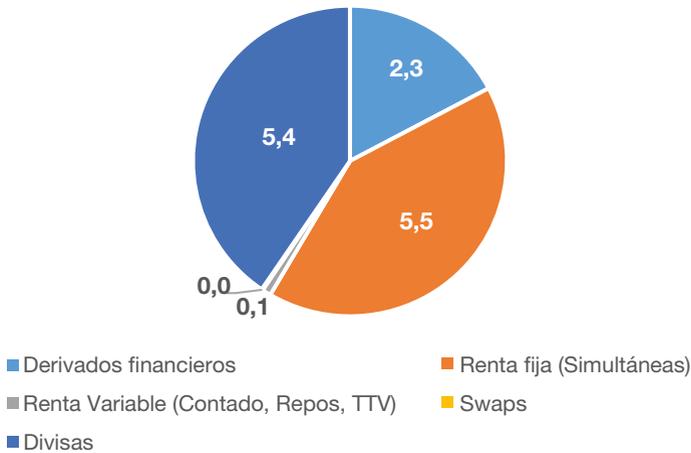
La CRCC presta los servicios de compensación y liquidación con contrapartida central para diferentes segmentos del mercado (renta fija, renta variable, derivados, swaps y divisas), en particular sobre: derivados financieros, forward de cumplimiento financiero peso/dólar (Non Delivery Forward - NDF USD), Overnight Indexed Swap negociados en el mercado mostrador (OIS), futuros de energía, simultáneas de deuda pública⁵⁴, repos, contado y TTV de renta variable⁵⁵, swaps de largo plazo y contado de divisas peso/dólar⁵⁶.

Como parte de su gestión de riesgo, la CRCC exige, recibe y administra las garantías de sus afiliados. De esta manera, quienes actúan como su contraparte, entregan los dineros, valores o activos que permitan respaldar el cumplimiento y, por ende, cubrir los riesgos de operaciones aceptadas.

El promedio diario negociado de las operaciones compensadas y liquidadas en la CRCC se ubicó en 2021 en COP 13,4 billones⁵⁷ (CRCC, 2022). La Gráfica 6 muestra la distribución del promedio diario compensado y liquidado en cada uno de los segmentos de la CRCC. Por segmento las operaciones de renta fija representaron la mayor participación con 40,8%, seguido por divisas con 40,1%, derivados financieros con 17,1%, renta variable con 0,9% y swaps con 0,1%.

Gráfica 6

Monto compensado y liquidado en la CRCC



Fuente: CRCC.
Promedio diario 2021. Cifras en billones de COP.

⁵⁴Las operaciones simultáneas de TES que se negocian en los sistemas de negociación de SEN y MEC son enviadas a la CRCC.

⁵⁵El Reglamento de la BVC establece que las operaciones de contado, repo, simultáneas y de TTV que se negocien o registren en su sistema de negociación serán compensadas y liquidadas en la CRCC.

⁵⁶A partir del 14 de diciembre de 2020 la Cámara de Compensación de Divisas de Colombia (CCDC) fue absorbida por la CRCC (proceso de fusión por absorción).

⁵⁷CRCC (2022). Informe de Gestión de la Junta Directiva y del Gerente 2021. Recuperado de: <https://camaraderiesgo.com/wp-content/uploads/2022/03/Informes-JD-Gerente-y-EEFF-AGA-2022-CRCC-S.A..pdf>

2.2.2. Depósitos centralizados de valores

De acuerdo con el Decreto 2555 de 2010, en Colombia pueden administrar depósitos centralizados de valores las sociedades autorizadas por la SFC que se constituyan exclusivamente para este fin. Estas entidades contribuyen al desarrollo ordenado del mercado, así como a la correcta administración de los títulos que se negocian y al cumplimiento eficiente de las operaciones. La participación de los depósitos en los mercados juega un papel fundamental en el escenario de la post-negociación.

Depósito Central de Valores

El Depósito Central de Valores (DCV) es administrado por el Banco de la República, y custodia exclusivamente los títulos de deuda pública. Está diseñado para el depósito, custodia y administración de títulos valores desmaterializados. Entre sus objetivos primordiales se encuentran: (i) suprimir el riesgo asociado al manejo de títulos físicos; (ii) facilitar las operaciones en el mercado secundario; y (iii) realizar el cobro de capital o rendimientos financieros de forma segura, ágil y oportuna.

El DCV opera en línea y en tiempo real, y, previo a la liquidación, se encarga de comparar los datos transaccionales que cada contraparte ingresa por separado. Para el sistema, la transacción queda en firme y es irrevocable cuando se realiza la anotación en cuenta, lo cual da paso a la liquidación bilateral (operación por operación) y en tiempo real. Finalmente, la entrega del título se hace de forma simultánea contra el recibo de pago, y tiene disponibilidad inmediata bien sea de los títulos o del dinero⁵⁸.

Para mayo de 2022, el saldo de valores administrados por el DCV alcanzó un total de COP 302,7 billones, de los cuales los TES clase B representaron el 91,3%, seguidos por los títulos de desarrollo agropecuario con el 4,5%, los títulos de solidaridad (TDS) que alcanzaron el 3,2%.

Deceval - Depósito Centralizado de Valores de Colombia

El Depósito Centralizado de Valores (Deceval)⁵⁹ contempla la custodia, compensación y liquidación de todo tipo de valores, tanto públicos como privados.

Para mayo de 2022, el saldo de los valores custodiados por Deceval se ubicó en COP 583,7 billones, de los cuales el 56,1% correspondió a acciones y el 43,9% a títulos de renta fija⁶⁰. La Gráfica 7 ilustra la distribución por tipo de títulos de los saldos custodiados por Deceval.

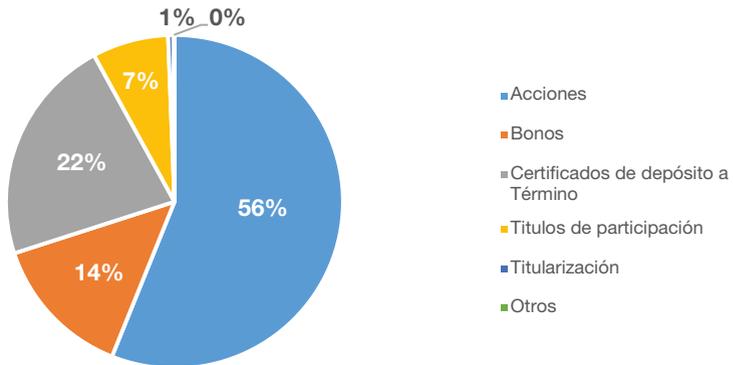
⁵⁸Banco de la República (2022d). "¿Qué es el DCV?". Recuperado de: <https://www.banrep.gov.co/es/sistemas-de-pago/dcv>

⁵⁹Deceval es filial de la Bolsa de Valores de Colombia. En 2017 se produjo la integración de Deceval y la BVC.

⁶⁰Deceval (mayo de 2022). "Informe Mensual de Custodia". Recuperado de: https://bvc.co/informes-y-boletines?tab=informes-bursatiles_informe-mensual-de-custodia

Gráfica 7

Distribución de los títulos custodiados por Deceval según saldo valorizado



Fuente: Deceval.
Cifras a mayo de 2022.

A mayo de 2022, Deceval contaba con 1.860.155 cuentas individuales asignadas a cada uno de los inversionistas finales o beneficiarios para el registro y contabilización de los valores depositados, de las cuales el 39% se encontraban activas o con un saldo mayor a cero.

2.3. Sociedades calificadoras de riesgos

Los valores que vayan a ser negociados en el mercado principal⁶¹ deben inscribirse en el RNVE y requieren contar con calificación por parte de una sociedad calificadora de riesgo.

La calificación es una herramienta que coadyuva a la toma de decisiones por parte de los inversionistas, sin que ésta constituya una recomendación o una garantía del cumplimiento de las obligaciones. Lo anterior, teniendo en cuenta que dicha calificación se emite basada en análisis, evaluaciones y metodologías que brindan una opinión objetiva e independiente.

De acuerdo con la normatividad local pueden ejercer la actividad de calificación de valores o de riesgos únicamente personas jurídicas que obtengan el respectivo permiso de funcionamiento por parte de la SFC y se encuentren inscritas en el Registro de Agentes del Mercado de Valores (RNAMV)⁶². Actualmente hay tres sociedades autorizadas por la SFC para realizar la calificación de valores en Colombia:

- BRC Ratings - S&P Global;
- Fitch Ratings Colombia;
- Value and Risk Rating.

⁶¹El mercado principal hace referencia a que en el que el público general puede adquirir o vender valores por medio de intermediarios autorizados.

⁶²Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2010). Decreto 2555 de 2010. Artículo 2.22.1.1.1.

Las actividad de calificación se puede ejercer sobre: (i) el emisor o contraparte; (ii) la emisión de deuda; (iii) la capacidad de cumplir con flujos en proyectos de inversión; (iv) los riesgos de los portafolios de inversión colectiva; (v) la capacidad de pago de siniestros de las compañías de seguros; (vi) la habilidad para administrar inversiones o portafolios de terceros; (vii) la homologación de calificaciones otorgadas por agencias calificadoras extranjeras; (viii) calificaciones exigidas por normas especiales; y (ix) las demás que establezca el reglamento de la calificadora⁶³.

2.4. Proveedores de precios para valoración

Los precios de los activos financieros son indicadores primordiales que reflejan las condiciones de mercado (oferta y demanda) en un momento determinado y contribuyen a la toma de decisiones por parte de los inversionistas. Adicionalmente, los precios en el mercado: (i) facilitan el intercambio justo de activos; y (ii) contribuyen a la gestión de riesgos y a la definición de estrategias de inversión⁶⁴.

Las entidades bajo la inspección y vigilancia de la SFC deben valorar sus inversiones utilizando la información suministrada por los proveedores de precios⁶⁵.

La proveeduría de precios es una actividad del mercado de valores que comprende⁶⁶: i) la creación y expedición de metodologías de valoración y sus reglamentos; y ii) la prestación del servicio de cálculo, determinación y suministro de información para la valoración de las inversiones. Las entidades que ofrecen este servicio son vigiladas por la SFC.

Actualmente, el mercado local cuenta con dos entidades que suministran el servicio de proveeduría de precios a saber: (i) Proveedor de Precios para Valoración S.A. (PRECIA) filial de la Bolsa de Valores de Colombia; y (ii) Proveedor Integral de Precios Colombia filial de PIP LATAM⁶⁷.

2.5. Custodios

La actividad de custodia⁶⁸ en el mercado de valores local se define como aquella por medio de la cual se ejerce el cuidado y la vigilancia de los valores y recursos en dinero de un inversionista para el cumplimiento de operaciones sobre dichos valores. Esta actividad puede ser desarrollada por sociedades fiduciarias vigiladas por la SFC.

En desarrollo de la custodia, se salvaguardan los activos de los inversionistas a través del desarrollo de procesos orientados a realizar la anotación en cuenta para que el mercado tenga certeza de la titularidad de los títulos y de los recursos de cada inversionista. Adicionalmente, se brinda seguridad al mercado y se disminuye el riesgo de sistémico y de liquidez, ya que el custodio asegura la movilización de recursos o de activos para garantizar el cumplimiento y liquidación de las operaciones. Finalmente, se administran los derechos económicos que los valores otorgan a sus titulares. Actualmente, existen tres sociedades fiduciarias desarrollando la actividad de Custodia de Valores⁶⁹.

⁶³Autorregulador del Mercado de Valores (2022). "Guía de Estudio de Regulación Operador". Recuperado de: <https://www.amvcolombia.org.co/wp-content/uploads/2022/04/Guia-Regulacion-Operador-V.-240422.pdf>

⁶⁴Autorregulador del Mercado de Valores. (2022b). "Diferencias en valoración mercado de deuda corporativa". Recuperado de: <https://www.amvcolombia.org.co/wp-content/uploads/2022/01/Documento-de-Investigacion-Diferencias-en-Valoracion-Mercado-de-Deuda-Corporativa.pdf>

⁶⁵Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2010). Decreto 2555. Artículo 2.16.1.1.2.

⁶⁶Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2010). Decreto 2555. Artículo 2.16.1.1.1

⁶⁷PIP LATAM es una corporación multinacional que presta en Colombia el servicio de valorar activos financieros a través de la implementación de metodologías de valoración. Brinda este servicio en México, Colombia, Perú y Costa Rica.

⁶⁸Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2010). Decreto 2555 de 2010. Libro 37 de la Parte 2.

⁶⁹Estas son BNP Paribas, Cititrust y Santander.

3. Oportunidades para una infraestructura más eficiente

Por la importancia en las actividades que desarrollan, las infraestructuras tienen implícito la gestión y administración de diversos riesgos que pueden afectar la estabilidad, integridad y liquidez de los mercados. Así es como tanto la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) como el Banco de Pagos Internacionales (BIS) han destacado la necesidad de que las jurisdicciones apliquen mejores estándares orientados a mantener una infraestructura segura y eficiente, donde primen principios de acceso justo y abierto, transparencia, gobernanza, y adecuada administración de riesgos.

En ese mismo sentido, en 2018 el Gobierno Nacional conformó la Misión del Mercado de Capitales (MMC), a la cual le encomendó realizar un diagnóstico del mercado con el objetivo de identificar oportunidades de mejora a la luz de la realidad colombiana, y plantear recomendaciones para implementar cambios estructurales y regulatorios que potencializaran su eficiencia y desarrollo, y, de esta manera, apalancar el crecimiento de la economía⁷⁰.

La MMC emitió un informe⁷¹ en el que evaluó, entre otros, mecanismos para fortalecer el arreglo institucional del mercado. Señaló que la infraestructura del mercado es una pieza fundamental para su funcionamiento, ya que brinda a los participantes mecanismos robustos que les dan la posibilidad de acceder a los foros de negociación bajo estándares de integridad, transparencia y protección a los inversionistas. Adicionalmente, presentó propuestas para optimizar el funcionamiento y eficiencia de los sistemas transaccionales y de registro, las cámaras de riesgo y de compensación, los depósitos, entre otros proveedores.

Algunas de dichas recomendaciones están alineadas con los principios resaltados por IOSCO y por el BIS, al enfocarse en el fortalecimiento del gobierno corporativo de las administradoras de infraestructuras, en lograr eficiencias operativas y de costos, y en fortalecer la transparencia del mercado a través de la evaluación de los estándares de revelación de información. Lo anterior, de la mano de un robustecimiento tecnológico.

Siguiendo con ese espíritu, a continuación, se retoman algunas de las recomendaciones de la MMC relacionadas con los proveedores de infraestructura y se presentan otras nuevas, que apuntan a tener una operación más moderna y eficaz en el mercado de capitales colombiano.

3.1. Microestructura del mercado

Como se mencionó anteriormente, en Colombia la intermediación de valores y divisas se caracteriza por tener diversos sistemas administrados por diferentes entidades. Esta infraestructura numerosa y fragmentada genera altos costos de operación, especialmente para un mercado con limitada liquidez y profundidad. En ese sentido, existe una oportunidad de enfocar más esfuerzos a promover una mayor coordinación doméstica o incluso la integración de ciertos sistemas con el fin de mejorar la liquidez, la eficiencia y en general la operatividad de los mercados.

⁷⁰Unidad de Regulación Financiera (2019). Misión del Mercado de Capitales. Recuperado de: https://www.urf.gov.co/webcenter/portal/urf/pages_c/misinmercadodecapitales

⁷¹Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2019). "Informe Final de las recomendaciones de la Misión del Mercado de Capitales". Recuperado de: https://www.urf.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeld=%2FConexionContent%2FWCC_CLUSTER-119774%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased

En el pasado se han dado pasos exitosos en materia de integración de algunas infraestructuras. Por ejemplo, se destaca la integración entre la Bolsa de Valores de Colombia y el Depósito Centralizado de Valores, que generó eficiencias en la microestructura del mercado de valores, o la integración de la CRCC y la Cámara de Compensación de Divisas de Colombia (CCDC), que llevó a afianzar y a prestar los servicios de compensación y liquidación a través de una sola entidad, robusteciendo la administración de riesgos de todo el sistema.

En este campo siguen existiendo oportunidades de aprovechamiento de economías de escala a través de integraciones, o por lo menos de mejor coordinación. Lo anterior, es especialmente aplicable a los mercados de renta fija, en donde coexisten tres tipos de plataformas de negociación y dos depósitos de valores.

Resulta paradójico que haya sido más fácil la fusión societaria de las bolsas de valores de Colombia, Perú y Chile, que la integración doméstica de escenarios de negociación como el SEN y el MEC o la de los depósitos de valores administrados por el Banco de la República y la BVC. Luego sería deseable que por lo menos se estudiara de manera rigurosa la viabilidad y las implicaciones de interconectar estas infraestructuras con el fin de abaratar costos y mejorar la liquidez de las referencias negociadas en ambos escenarios.

Por otro lado, e independientemente de que se logre una integración de infraestructuras, valdría la pena analizar las implicaciones de la falta de homogenización de los horarios de negociación, en particular para los títulos de deuda pública (TES). Como ejemplo se resalta el hecho que el SEN tiene un límite en el horario de negociación hasta la 1:00 pm, mientras que el módulo de negociación ASPT del Mercado Electrónico Colombiano de la BVC, extiende su horario de negociación hasta las 3:40 p.m. Lo anterior, además de generar asimetrías, puede imponer barreras de acceso y dificultar la participación de agentes, particularmente los extranjeros. Estas restricciones pueden impactar la liquidez del mercado y, consecuentemente, su crecimiento.

Adicionalmente, otro tema a tener en cuenta es el modelo de compensación y liquidación en este mercado, que se caracteriza por ser bilateral. Es decir, las operaciones se liquidan una a una, por lo que los agentes deben tener disponibles la totalidad de los recursos para efectos de su cumplimiento. De acuerdo con la MMC, este esquema de cumplimiento, a pesar de generar beneficios en relación con la administración del riesgo de crédito, genera presiones sobre la caja de los agentes, y puede impedir que el mercado cuente con más dinamismo, liquidez y profundidad.

Por tanto, acoger un esquema de neteo multilateral y centralizar la compensación puede disminuir la presión de la caja de los agentes, disminuir los riesgos de liquidez, y, consecuentemente, favorecer el crecimiento de los mercados a través de la inyección de liquidez.

Como se observa, estos cursos de acción para mejorar la coordinación de las infraestructuras existentes, mejorar la eficiencia, y la operatividad del mercado, merecen la atención de las autoridades y demás participantes del mercado. De concretarse nuevas integraciones, es clave que la regulación garantice la prestación de los servicios en condiciones de mercado para todos los agentes, y así mitigar el riesgo de abusos de poder de mercado.

3.2. Innovación tecnológica y digitalización

Para robustecer el funcionamiento de las infraestructuras del mercado, es necesario también que las autoridades y los administradores de dichas infraestructuras continúen avanzando en la implementación de innovaciones tecnológicas que faciliten el acceso a nuevos participantes, y permitan una transición ordenada a futuros ecosistemas financieros digitales.

Al respecto, se destacan ejercicios recientes que, apalancados en nuevas tecnologías, han facilitado el acceso al mercado. Por ejemplo, la BVC a través de la plataforma a2censo, implementó un ecosistema tecnológico que permite realizar inversiones colaborativas, y al que se puede acudir bien sea como inversionista o como empresa que requiere financiación. Este aplicativo ha permitido la movilización de un poco más de COP 50 mil millones para la financiación de 109 campañas.

En lo que respecta a la digitalización, es innegable que el mundo está experimentando cambios abruptos por la popularización de activos digitales y el uso de tecnologías descentralizadas. Si bien, es posible que el reemplazo completo de títulos valores como se conocen hoy por activos digitales apalancados en tecnologías de *Blockchain* está aún a varios años de consolidarse, las infraestructuras del mercado colombiano deben estar atentas a dichas tendencias para no rezagarse.

Aún con los activos financieros tradicionales, el uso de tecnologías de contabilidad distribuida (*Distributed Ledger Technology - DLT*) parece ser el futuro para reducir costos de fricción en las etapas post-negociación. Es probable entonces que más pronto que tarde, las infraestructuras tengan que ofrecer servicios híbridos tanto para activos digitales como para activos tradicionales. Es importante que, de la mano de las autoridades, Colombia se prepare pronto para este nuevo paradigma.

En ese sentido, es necesario que, a través de nueva legislación y regulación, se diseñe un marco institucional que facilite la adopción y uso de este tipo de tecnologías. Vale la pena también revisar los mecanismos jurídicos y tecnológicos que permiten evaluar la implementación de nuevas tecnologías, como lo es el *SandBox* de la SFC, para que sean lo suficientemente flexibles, y se conviertan en apalancadores exitosos de esta transición.

3.3. Integración regional y Gobernanza

Los proveedores de infraestructura deben contar con un gobierno corporativo robusto, con objetivos claros y con incentivos que promuevan el desarrollo del mercado. En este frente, las mejores prácticas internacionales⁷² recomiendan definir una estructura interna que garantice la independencia de sus órganos de dirección y de administración, que les permita orientar su actividad a satisfacer los intereses del mercado y de sus partes interesadas, y que promueva una adecuada administración de conflictos de interés.

Previo a la integración de las bolsas de Colombia, Lima y Santiago, 9 de los 25 principales accionistas de la BVC eran establecimientos de crédito con un porcentaje de participación conjunto cercano al 34%. Al respecto, el informe final de la Misión del Mercado de Capitales destacó que esta situación genera la oportunidad de revisar el gobierno corporativo de dicha entidad, con el objetivo de que sus órganos tengan como mandato especial el

⁷²ISOCO y BIS (2012). "Principios para las infraestructuras de los mercados financieros". Recuperado de: https://www.bis.org/cpmi/publ/d101_es.pdf

desarrollo y promoción del mercado de valores, y de evitar que su norte estratégico entre en conflicto con los intereses del sector bancario. Se espera que, una vez se consolide dicha integración regional, se pueda mitigar este riesgo, y se consolide un gobierno corporativo que impulse de manera decidida el crecimiento del mercado de capitales colombiano.

En esa misma línea, se debe continuar haciendo énfasis en incentivar la entrada de nuevos actores del mercado que promuevan la innovación tecnológica. Lo anterior, con el objetivo de estimular la eficiencia y la competitividad de la infraestructura del mercado. Por ejemplo, el Proyecto de Ley 337 de 2022 que no tuvo curso exitoso en el Congreso de la República, planteó la posibilidad de que la SFC autorizara la realización de aportes de capital en especie a los proveedores de infraestructura. Lo anterior, con el objetivo de incentivar la adquisición de tecnologías robustas y asegurar la sostenibilidad y liquidez del proveedor. Es deseable que se puedan retomar estas modificaciones a las leyes y la regulación en una futura legislatura, con el fin de promover la competitividad, eficiencia de los productos y mejorar los niveles de servicio de las infraestructuras.

En el marco de la integración regional, es conveniente también revisar las estrategias de monitoreo y supervisión, con el objetivo de establecer criterios de gobernanza comunes y bajo los más altos estándares, que promuevan la integridad y la transparencia del mercado, junto con la protección de los inversionistas.

En este punto, debería aprovecharse los avances del mercado colombiano en el fortalecimiento de su integridad, transparencia y protección a los inversionistas, a través del esquema de autorregulación administrado por el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV). Esto implicaría, entre otras cosas, establecer canales de coordinación con autoridades de los otros países participantes de la región. Incluso, dado el alto estándar del mercado colombiano en materia de autorregulación, se podría considerar ampliar el perímetro de participación de dicho esquema hacia las otras jurisdicciones, ya sea a través de monitoreos y vigilancia de los mercados integrados, de la prestación de servicios regionales de certificación de profesionales, o de convenios de intercambio de información, entre otros.

3.4. Transparencia

En Colombia, la regulación establece parámetros en relación con la divulgación de información sobre las operaciones que deben realizar los sistemas de negociación y registro. Dicha regulación tiene varias oportunidades de mejora que podrían fortalecer la transparencia en los mercados, mejorando la libre formación de precios, aumentando la confianza por parte de los inversionistas y estimulando la competencia entre los participantes del mercado de renta variable, renta fija y el cambiario.

La siguiente tabla resume el estándar local de revelación de información por parte de los sistemas de negociación y registro para los mercados de renta variable, renta fija y divisas:

Tabla 7

Estándar local de revelación de información por parte de los sistemas de negociación y registro

| Mercado | Pre-negociación | Post-Negociación |
|------------------------------|---|---|
| <p>Renta Variable</p> | <ul style="list-style-type: none"> • Se deben revelar las posturas a los afiliados en el momento en que son recibidas. • No existe la obligación de revelar la información para el público en general de manera gratuita. | <ul style="list-style-type: none"> • El estándar regulatorio prevé revelar al menos diariamente estadísticas de las operaciones por especie. • En la práctica se revelan: <ul style="list-style-type: none"> -Estadísticas de las operaciones por especie por parte de la BVC con 15 minutos de retraso; y -Condiciones de las operaciones en línea para los afiliados (No exigencia regulatoria). |
| <p>Renta Fija</p> | <ul style="list-style-type: none"> • Se debe divulgar a los afiliados las posturas en el momento en que son recibidas. • No existe obligación de revelar la información para el público en general de manera gratuita. | <ul style="list-style-type: none"> • El estándar regulatorio establece revelar estadísticas generales de las operaciones al menos diariamente. • En la práctica se revelan: <ul style="list-style-type: none"> -Condiciones de las operaciones al público de forma gratuita con un retraso entre 2 y 15 minutos dependiendo del sistema de negociación. -No hay uniformidad en la información revelada por los sistemas de negociación y registro. |
| <p>Divisas</p> | <ul style="list-style-type: none"> • Los sistemas deben revelar en línea a sus afiliados las cotizaciones en firme. • No existe el deber de revelación de información al público en general. | <ul style="list-style-type: none"> • La regulación establece revelar las estadísticas de las operaciones cerradas o calzadas con un retraso máximo de 15 minutos. • En la práctica la información es revelada dentro la periodicidad requerida, sin embargo, no hay uniformidad en la información revelada por los sistemas. |

Fuente: Elaboración propia con base en AMV.

En relación con la revelación de información en el mercado de renta variable se observa que no existe una obligación de divulgación de las puntas para el público en general, de manera gratuita. Al respecto, esta práctica difiere de lo observado en Europa, Estados Unidos, Chile y México, donde se han implementado estándares de transparencia pre-negociación hacia el público de manera gratuita. En estas jurisdicciones las bolsas de valores deben revelar al público información sobre las mejores puntas de compra y venta con un retraso promedio de 15 minutos.

Así las cosas, se considera oportuno evaluar la implementación de un estándar de revelación de información pre-negociación hacia el público en general, bajo un esquema gratuito y con un retraso alineado con el estándar internacional. Lo anterior, con el fin de contribuir a la transparencia y promoción del mercado de renta variable, toda vez que los inversionistas, en especial el segmento *retail*, contarían con información que facilitaría la toma de decisiones. Es relevante que estos canales de acceso a la información vayan acompañados de un fortalecimiento de la educación financiera para los inversionistas.

Respecto al mercado de renta fija se evidencia que el estándar de mercado de revelación de información post-negociación difiere entre los sistemas de negociación y los de registro. Al respecto, uno de los sistemas publica las estadísticas de cada sesión y la lista de las operaciones, mientras que los otros publican estadísticas generales por especie. Así las cosas, existe una oportunidad para definir un estándar de mercado más homogéneo y oportuno de revelación para los administradores de los sistemas que precise las características en que la información debe ser publicada y, de esta manera, que sea entendible, comparable y fácil de procesar entre un sistema y otro.

En relación con la divulgación de las operaciones y estadísticas en el mercado cambiario, se observa que existen prácticas diferentes entre los sistemas de negociación y registro, respecto al contenido de las mismas, así como en los tiempos de publicación. En el año 2021, el Comité de Divisas de AMV consideró oportuno revisar si el estándar actual de revelación de las operaciones es el adecuado o si existía posibilidad de mejora (en particular respecto a las operaciones entre intermediarios y clientes). Frente a lo anterior, se observó que existe un consenso entre los intermediarios en la necesidad de reducir el tiempo en que se revela la información. No obstante, se consideró necesario continuar evaluando la manera en que se puede materializar dicha reducción, sin afectar la dinámica del mercado.

Finalmente, frente al contenido de la información post-negociación en el mercado de divisas se observa que existe también una oportunidad para definir un estándar de revelación homogéneo en la información que publican los diferentes sistemas de negociación y registro.

4. Conclusiones

El correcto funcionamiento de los mercados de capitales depende en gran medida de que la infraestructura sobre la cual operan sea estable y eficiente. Esto permite a los agentes económicos contar con los canales adecuados para invertir o buscar financiación de manera ágil, bajo un ambiente transparente e íntegro.

Como se ha señalado a lo largo de este capítulo, el mercado colombiano cuenta con una infraestructura que atiende de manera completa toda la cadena de valor de la intermediación de valores y divisas.

En dicho arreglo coexisten dos patrones que a veces lucen contradictorios. Por un lado, existe un grado de fragmentación en donde hay infraestructuras que compiten entre sí en determinadas actividades, impidiendo lograr escalas suficientes que les permita mejorar sus costos marginales de manera individual, dado el tamaño limitado del mercado colombiano. Por otro lado, existe un grado relevante de integración vertical a lo largo de las diferentes etapas de negociación y post negociación, a través de un gran grupo financiero como es la BVC.

Las iniciativas regionales de consolidación, aunadas con la creciente competencia de los mercados de capitales privados, de nuevos activos digitales y de nuevas tecnologías, auguran cambios importantes en el panorama del mercado y de sus infraestructuras. Estas tendencias refuerzan la necesidad de evaluar algunos ajustes, que busquen extraer la mayor eficiencia posible dada la estructura actual del mercado.

Este documento se concentró en sugerir algunas de estas mejoras a nivel de la microestructura del mercado, de la digitalización de los servicios, de la gobernanza en el marco de la integración con otros mercados extranjeros, y de la transparencia y divulgación de la información de mercado.

Varias de las recomendaciones implican hacer estudios detallados sobre su conveniencia. Otras ya han logrado un grado de consenso de mercado, y el mejor curso de acción sería avanzar hacia su implementación. Pero en todos los casos, las iniciativas sugeridas requieren el concurso coordinado de las autoridades, de operadores de infraestructura, y de los demás actores del mercado. La lista de propuestas aquí presentada no pretende ser exhaustiva, pues en un entorno tan dinámico, las prioridades y necesidades irán cambiando con frecuencia, por lo que esa coordinación entre agentes debe cimentarse sobre una base que asegure su permanencia y solidez en el tiempo.

Referencias

- Accenture. (2021). *“Towards the Markets of Tomorrow. Capital Markets Vision 2025”*. Recuperado de: <https://www.accenture.com/us-en/insights/capital-markets/capital-markets-vision-2025>
- Autorregulador del Mercado de Valores. (2019). *“Guía de Estudio de Divisas”*. Recuperado de: <https://www.amvcolombia.org.co/wp-content/uploads/2020/06/Guia-de-Estudio-Divisas.pdf>
- Autorregulador del Mercado de Valores. (2021a). *“Guía de Estudio de Renta Fija Operador”*. Recuperado de: <https://www.amvcolombia.org.co/wp-content/uploads/2021/01/Guia-Renta-Fija-Operador-2021.pdf>
- Autorregulador del Mercado de Valores. (2021b). *“Documento de Investigación No. 20 Estándares de revelación de información de los Sistemas de Negociación y Registro”*. Recuperado de: <https://www.amvcolombia.org.co/wp-content/uploads/2021/01/Documento-de-Investigacion-Estandares-de-Revelacion-de-Informacion-12-de-enero-de-2021.pdf>
- Autorregulador del Mercado de Valores. (2022a). *“Guía de Estudio de Regulación Operador”*. Recuperado de: <https://www.amvcolombia.org.co/wp-content/uploads/2022/04/Guia-Regulacion-Operador-V.-240422.pdf>
- Autorregulador del Mercado de Valores. (2022b). *“Diferencias en valoración mercado de deuda corporativa”*. Recuperado de: <https://www.amvcolombia.org.co/wp-content/uploads/2022/01/Documento-de-Investigacion-Diferencias-en-Valoracion-Mercado-de-Deuda-Corporativa.pdf>
- Banco de la República. (2021). *“Reporte Sistema de Pagos”*. Recuperado de: <https://repositorio.banrep.gov.co/bitstream/handle/20.500.12134/10039/reportesistemas-de-pago-2021.pdf>
- Banco de la República. (2022a). Circular Reglamentaria Externa - DOAM – 317. Asunto 19: *“Sistemas de Negociación y Sistemas de Registro de Operaciones sobre Divisas”*. Recuperado de: https://www.banrep.gov.co/sites/default/files/reglamentacion/archivos/CRE_DOAM_317_02mar2022.pdf
- Banco de la República de Colombia. (2022b). Compendio: Resolución Externa N° 1 de 2018. *“Por la cual se compendia y modifica el régimen de cambios internacionales”*. Recuperado de: <https://www.banrep.gov.co/sites/default/files/reglamentacion/compendio-res-ext-1-de-2018.pdf>
- Banco de la República de Colombia. (2022c). Compendio: Resolución Externa N° 4 de 2009. *“Por la cual se expiden regulaciones en materia cambiaria”*. Recuperado de: https://www.banrep.gov.co/sites/default/files/reglamentacion/archivos/Compendio_ResExt_4_2009_10mar2022.pdf

- Banco de la República de Colombia. (2022d). “¿Qué es el DCV?”. Recuperado de: <https://www.banrep.gov.co/es/sistemas-de-pago/dcv>
- Bank for International Settlements. (2019). “BIS Working Papers No 815 Fragmentation in global financial markets: good or bad for financial stability?”
- Banco Mundial. (2022). “Compañías Nacionales que cotizan en bolsa, total”. Recuperado de: <https://datos.bancomundial.org/indicador/CM.MKT.LDOM.NO>
- Bolsa de Valores de Colombia. Integración corporativa DECEVAL – BVC. (2017). Recuperado de: https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Accionistas/presentaciones?com.tibco.ps.pagesvc.renderParams.sub5d9e2b27_11de9ed172b_-762b7f000001=&com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=-2aa55e31_15b7dec78b5_-689bc0a84ca9&rp.revisionNumber=2&rp.attachmentPropertyName=documentoAdjunto&com.tibco.ps.pagesvc.targetPage=1f9a1c33_132040fa022_-78750a0a600b&com.tibco.ps.pagesvc.mode=resource&rp.redirectPage=1f9a1c33_132040fa022_-787e0a0a600b
- Bolsa de Valores de Colombia. (2022a). Circular Única MEC. Recuperado de: <https://media.graphassets.com/po9Caj5WRgm7Ved0nvWr>
- Bolsa de Valores de Colombia. (2022b).. Mercado de Renta Variable en línea Recuperado de: <https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/enlinea/acciones?action=dummy>
- Bolsa de Valores de Colombia. (2022d). Tienda en línea. Recuperado de: <https://www.tiendabvc.com/>
- Bolsa de Valores de Colombia. (2022c). Mercado de Renta Fija en línea Recuperado de: <https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/enlinea/rentafija?action=dummy>
- Cámara de Riesgo Central de Contraparte. (2020). Proyecto integración CRCC – CCDC. Recuperado de: <https://camaraderiesgo.com/wp-content/uploads/2020/10/Presentacion-Integracion-CRCC-CCDC-002.pdf>
- Cámara de Riesgo Central de Contraparte. (2022). “Informe de Gestión de la Junta Directiva y del Gerente 2021”. Recuperado de: <https://camaraderiesgo.com/wp-content/uploads/2022/03/Informes-JD-Gerente-y-EEFF-AGA-2022-CRCC-S.A..pdf>
- CNBV - Comisión Nacional Bancaria y de Valores de México. (2018). Comunicado de prensa 048/2018. Recuperado de: https://www.gob.mx/cms/uploads/attachment/file/349900/Comunicado_de_Prensa_048_Inicio_de_operaciones_BIVA.pdf
- Congreso de la República. Proyecto de Ley 337 de 2022. Recuperado de: <https://leyes.senado.gov.co/proyectos/index.php/proyectos-ley/cuatrenio-2018-2022/2021-2022/article/337-por-la-cual-se-dictan-normas-relacionadas-con-el-acceso-y-financiamiento-para-la-construccion-de-equidad-y-se-dictan-otras-disposiciones-mensaje-de-urgencia>
- Deceval (Mayo de 2022). “Informe Mensual Custodia”. Recuperado de: https://bvc.co/informes-y-boletines?tab=informes-bursatiles_informe-mensual-de-custodia

- IOSCO y BIS. (2012). –“*Principles for Financial Market Infrastructures*”. Recuperado de: https://www.bis.org/cpmi/publ/d101_es.pdf
- IOSCO. (2017). “*Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities*”. Recuperado de: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf>
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Decreto 2555 de 2010 “*Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones*”. Recuperado de: <http://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?id=1464776>
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Resolución 5112 del 21 de diciembre de 2018 “*Por el cual se regula el Programa de Creadores de Mercado para Títulos de Deuda Pública y se dictan disposiciones relacionadas con el mismos*”. Recuperado de: https://www.urf.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC_CLUSTER-081284%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2019). “*Informe Final de las recomendaciones de la Misión del Mercado de Capitales*”. Recuperado de: https://www.urf.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC_CLUSTER-119774%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased
- Oliver Wyman. (2020). “*Future of Securities Services*” Recuperado de <https://www.oliverwyman.com/our-expertise/insights/2020/nov/future-of-securities-services-industry.html>
- Superintendencia Financiera de Colombia. (2022). Circular Básica Jurídica. Recuperado de: <https://www.superfinanciera.gov.co/inicio/normativa/normativa-general/circular-basica-juridica-ce----10083443>
- Superintendencia Financiera de Colombia. (2022a). Circular Básica Contable y Financiera. Recuperado de: <https://www.superfinanciera.gov.co/inicio/normativa/normativa-general/circular-basica-contable-y-financiera-circular-externa--de---15466>
- Unidad de Regulación Financiera. (2019). Misión del Mercado de Capitales. Recuperado de: https://www.urf.gov.co/webcenter/portal/urf/pages_c/misinmercadodecapitales

Capítulo 4

Reflexiones sobre el Mercado de Derivados en Colombia

Autor: Diego Jara



1. ¿Para qué?

Un mercado de derivados suele prestarse como plaza para tomar la temperatura del mercado de capitales subyacente. Su volumen, profundidad, diversidad de productos, agilidad operativa, eficiencia e incluso rasgos de comportamientos que podrían llamarse “culturales” reflejan el estado de desarrollo, y de relevancia, de los activos subyacentes. Es así como revisiones esporádicas del estado del mercado no solo son interesantes, sino necesarias para diagnosticar elementos que pueden ser atendidos con el objeto de propender por el desarrollo del mercado.

Antes de hablar del mercado de derivados, es importante atender una pausa filosófica: ¿por qué se busca con tanto empeño el desarrollo de un mercado de derivados? ¿Qué diferencia le hace a la sociedad si su mercado de derivados es desarrollado o no?

Las preguntas son menos inocuas de lo que podría sospecharse. Frecuentemente se asocia el desarrollo de un mercado al volumen de operaciones; sin embargo, es importante preguntarse si lo que se debe buscar es maximizar el notional transado. Al escribirlo de esta forma, es natural hacer esa pausa y buscar el verdadero objetivo que deberían plantearse las autoridades (y la sociedad en general) para su mercado de derivados. Aprovechando este escenario, aquí se ofrece una idea: el mercado de derivados debería facilitar un diseño adecuado (o deseado) del perfil de riesgos de sus participantes; el objetivo final debe ser que esta oferta de productos sea ágil, eficiente, amplia, segura, competitiva y accesible.

Es evidente que medir estas características en un mercado no siempre es tarea obvia, y el ejercicio tiende a converger a una medición del volumen transado, por su simplicidad. Pero es importante tener en cuenta la dirección en la que apunta la brújula: la sociedad desea un mercado de derivados con estas características porque así se facilita la posibilidad de diseñar perfiles financieros ajustados a los marcos de apetitos de riesgo de las empresas, de generar productos de inversión alineados con el apetito de riesgo de inversionistas y de simplificar la transformación de los perfiles financieros de activos y pasivos hacia estructuras ajustadas a los apetitos de riesgo de los participantes de la economía nacional.

Dentro del contexto del mercado de capitales, el mercado de derivados tiende a incorporar hábilmente innovaciones financieras, a facilitar la oferta ágil de productos novedosos, a empatar eficientemente oferentes y demandantes de riesgos específicos y a aprovechar eficazmente la plataforma de accionar de sus participantes.

Es con estas consideraciones que se motiva la exploración del funcionamiento de este mercado. Y ¿en quién recae la tarea de velar por su sano desarrollo? Como suele ocurrir, el principal (la sociedad) depende en gran parte de sus agentes (las instituciones financieras); el camino pasa por el Gobierno, en cuyas manos se parametriza la regulación que puede ayudar a florecer, o ahogar, el mercado: el esquema de incentivos, barreras de entrada y beneficios de participar que se plantean como reglas de juego pueden propiciar ese desarrollo saludable, no sin enfrentarse a un delicado balance entre seguridad y apertura. Ahora, las autoridades pueden abrir más o menos la puerta, pero es el conjunto de participantes quienes al final deben decidir si vale la pena el esfuerzo (entorno operativo, contexto jurídico, riesgos de mercado, definición de estándares, implementación de tecnología, contratación y capacitación de personal) para poder desarrollar esas características deseadas del mercado.

2. La Misión de los Derivados

A finales del 2019, la Misión del Mercado de Capitales (MMC)⁷³ exploró elementos específicos del mercado de derivados desde una óptica de su desarrollo, para generar recomendaciones puntuales. Las recomendaciones estaban dirigidas al Gobierno, con el entendimiento de que aún en temas que dependieran de los participantes del mercado, podría actuar como un facilitador.

Algunos puntos mencionados en las conclusiones incluían:

- Facilitar la posibilidad de ventas en corto mediante una profundización del mercado de préstamo de valores.
- Revisar la metodología del cálculo de la Exposición Crediticia (EC)⁷⁴ para evitar estimaciones ineficientes del riesgo que desincentivara el uso de instrumentos de largo plazo.
- Propender por procesos claros y eficientes para la ejecución de garantías.
- Impulsar la utilización generalizada del IBR como tasa de mercado, marchitando el uso de la DTF.
- Eliminar asimetrías (particularmente tributarias) entre el *on-shore* y el *off-shore*, tales como la aplicación del 4 por mil en el intercambio de colateral, los cuales ahuyentan a participantes del mercado.
- Liderar cambios de estándares locales a internacionales, en particular respecto al estándar t+2.

Claramente una adopción de estas recomendaciones no garantiza un impulso al mercado de derivados (el mayor impulso lo daría el desarrollo del mercado de capitales como un todo), pero sí permitiría reducir barreras para su sana evolución.

En estos puntos el mercado ha observado algo de actividad:

- La metodología de EC ha sido revisada en el Capítulo XVIII y ya no computa hasta el vencimiento de los derivados sino hasta un plazo de 10 días (que está más alineado con la exposición que se puede generar en plazos que permitan el ajuste de colateral); este nuevo cálculo es factible si las contrapartes cumplen con ciertas condiciones de acuerdos de manejo de riesgo crediticio (umbrales y revisión diaria).
- El mercado ha convergido a estándares de cumplimiento más cercanos al t+2 internacional. Si bien este estándar aún no cubre todos los derivados locales, el mismo mercado ha avanzado en la dirección de corregir asimetrías de forma natural.
- El Proyecto de Ley 413 de 2021 buscaba agilizar el marchitamiento de la DTF, favoreciendo el IBR como referente de mercado. Sin embargo, este proyecto no fue aprobado en el proceso legislativo, y la DTF sigue ampliamente vigente. No obstante, los bancos, en gran medida, han adoptado IBR como un índice usado en la oferta de productos. Por su parte, el Banco de la República mantiene un objetivo de trabajar en favorecer esta convergencia.

Ahora, un recorrido general por el mercado puede apuntar a externalidades tales como el 4 por mil para argumentar una falta de desarrollo. No obstante, es más convincente argumentar que son las condiciones de mercado local (contra el extranjero) y los elementos de cultura de gestión financiera y toma de riesgos los que obstaculizan este avance.

⁷³Bernal, A., de Bedout, R., Galarza, R., Jara, D., Rigobón, R. & Torres, J. (2019). "Misión del Mercado de Capitales 2019 – Informe Final". Recuperado de: https://www.urf.gov.co/webcenter/portal/urf/pages_c/misnmercadodecapitales.

⁷⁴Superintendencia Financiera de Colombia. Capítulo XVIII de la Circular Básica Contable Financiera – Anexo 3. Recuperado de: <https://www.superfinanciera.gov.co/inicio/normativa/normativa-general/circular-basica-contable-y-financiera-circular-externa--de---15466>.

3. Statu Quo

Vale la pena comenzar la revisión en el universo de productos ofrecidos en el mercado local. La oferta parece adecuada, con instrumentos en el mercado OTC definidos principalmente Non-Delivery en tasa de cambio y en TES, swaps en pesos contra IBR (y algo en subyacente inflación), y, en cuantías moderadas, opciones sobre tasa de cambio. Es notable la ausencia de instrumentos de opcionalidad en tasas de interés y los derivados de crédito.

Un contraste superficial con mercados comparables (como Chile, Perú y México) sugiere que en términos de oferta de productos para el mercado de derivados OTC, Colombia está “a la par de sus pares”: swaps locales, forwards de divisas y bonos y algo de opciones. No obstante, en los últimos años se han visto movimientos en una frontera en la que nuestros pares parecen estar allanando el camino para enfrentar el futuro de forma más robusta: la convertibilidad de la moneda y de los títulos; es decir, la facilidad operativa que se ofrece a extranjeros para participar en el mercado local, desde la apertura de cuentas en dólares hasta la “EuroClearabilidad”⁷⁵ de los títulos locales. Si bien esta dimensión no es del orbe del mercado de derivados, es un punto que le impacta debido a su potencial efecto sobre el mercado subyacente.

En esta línea debe resaltarse la profundización de la evolución que ya se vislumbraba desde hace años: la migración *off-shore* de una porción cada vez más grande de los derivados con subyacente local. La inclusión de su compensación en Chicago Mercantile Exchange (CME), por ejemplo, favoreció la escogencia por parte de bancos internacionales de ese escenario para intercambiar riesgos que resultaría operativamente más exigente de operar *on-shore*. Esta masa crítica ha atraído a jugadores locales grandes a considerar esa alternativa. Más allá de elementos como obligaciones de registro de operaciones y exigencias de garantías, la realidad puede obedecer a un mundo financiero que se enfoca en mecanismos eficientes para poder avanzar la gestión de sus riesgos. Los grandes bancos globales tienen una capacidad de ofrecer volumen en este tipo de instrumentos, capacidad que no comparten bancos locales. En efecto, la diversificación que trae la presencia global amplía la capacidad de asumir riesgos en subyacentes correspondientes a una jurisdicción específica. Es decir, un banco con presencia en Europa, África, Asia y las Américas tiene la capacidad de ampliar el riesgo que puede asumir en derivados con subyacentes colombianos, apoyado en la diversificación de los mercados atendidos. Un banco colombiano (que solo opera riesgos locales) encuentra acotada la posibilidad de diversificar el subyacente en los mercados derivados y por lo tanto limita su riesgo cuando incursiona en mercados locales; esto tiende a desfavorecer las incursiones de bancos locales en ese mercado, debilitando la posibilidad de un desarrollo local robusto.

Volviendo a la oferta de productos locales, el mundo estandarizado se asemeja al mundo OTC en el tipo de instrumentos (futuros sobre divisas, TES, acciones e índices accionarios y opciones sobre divisas), pero es de notar su mayor participación y avance en la novación de estructuras del mundo OTC al mundo de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC). En este último se podría sospechar que puede haber campo para futuros de commodities locales, aunque la dispersión de productos (de diferentes regiones y con diversas características) dificulta su estandarización y la gestión crediticia obstaculiza

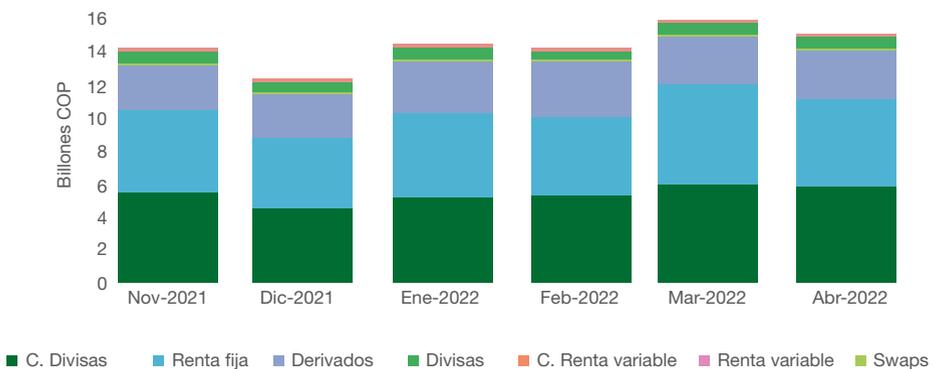
⁷⁵Euroclear es un sistema de compensación y liquidación global y es usado en la operación de una alta diversidad de valores financieros.

la atracción de participantes del sector financiero que promoverían la posibilidad de especulación en este tipo de instrumentos, y ayudarían a darle liquidez; cabe recordar que la Bolsa Mercantil de Colombia (BMC) ha realizado intentos en esta dirección, y es deseable que los siga haciendo para llegar a una dinámica que permita desarrollar un mercado de gestión de riesgos específicos.

La Gráfica 1 exhibe el volumen diario (promedio mensual) de los instrumentos que llegan a la CRCC, en el periodo noviembre 2021 a abril 2022. Si se agregan las operaciones a través de *asset classes*, se observa un monto del orden de COP 15 billones diarios. Esto refleja una actividad interesante, incluso si se hace zoom en el rubro de derivados, con promedios diarios cercanos a los COP 3 billones.

Gráfica 1

Volumen operado diario

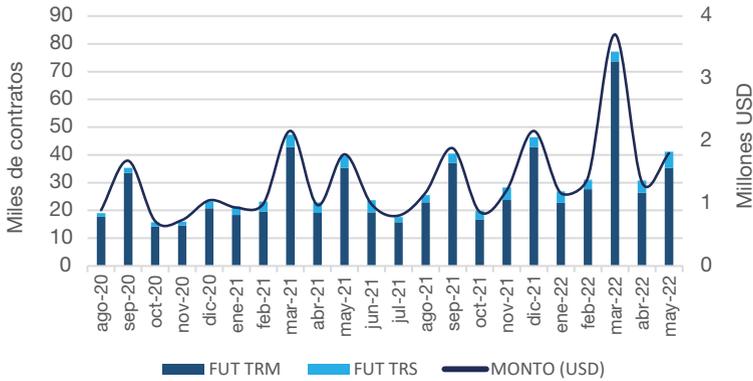


Fuente: CRCC.
* Promedio de cada mes

Como ejemplo de los derivados operados en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), la Gráfica 2 exhibe el volumen operado en futuros de TRM, evidenciando un promedio diario de un poco menos de USD 100 millones en el último año. Este volumen contrasta con los cerca de USD 3.000 millones diarios en el mercado OTC a comienzos del 2022 (ver Gráfica 3).

Gráfica 2

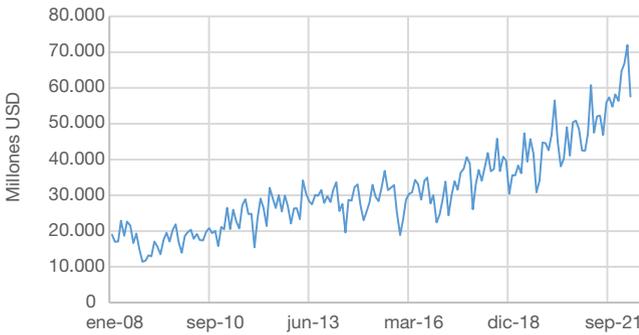
Evolución mercado de Futuros de Tasa de Cambio



Fuente: Extraído de "Informe Mercado de Derivados - Futuros TRM mayo 2022" de la BVC.

Gráfica 3

Volúmen de NDF de TRM



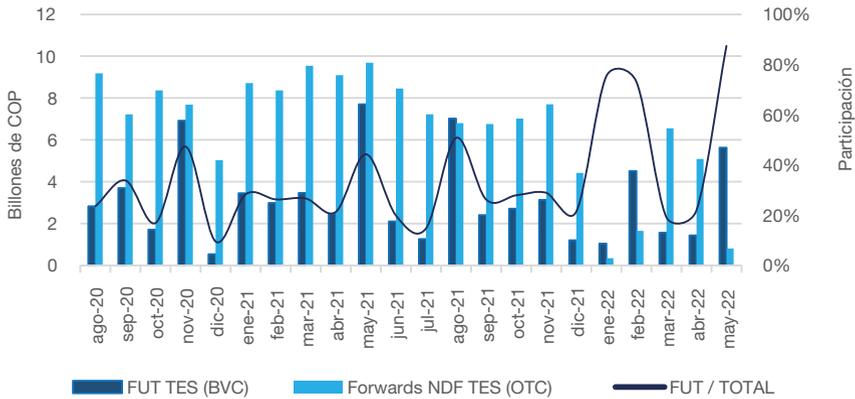
Fuente: Banco de la República. Extraído de <https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/montos-y-devaluaciones-del-mercado-forwards>.

* Total mensual del Nacional de Forwards.

Es interesante el contraste al cambiar el subyacente a TES. Como muestra el Gráfica 4, el mercado estandarizado exhibe volúmenes comparables con el mercado OTC, aunque es en el mercado OTC donde se mantiene la mayor porción. Sin embargo, los montos diarios promedio de COP 400 mil millones no reflejan una actividad ampliamente adoptada por instituciones y empresas para la gestión de riesgos y diseño de estrategias de inversión. En adición, la alta variabilidad en los montos mensuales sugiere oportunidades de desarrollo y profundización en el mercado.

Gráfica 4

Volúmen y participación Futuros Estandarizados de TES

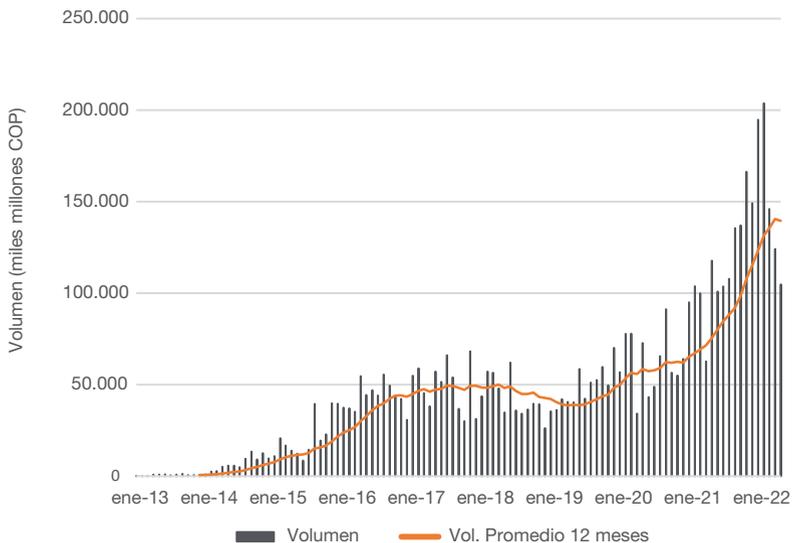


Fuente: Extraído de "Informe Mercado de Derivados - Futuros TRM mayo 2022" de la BVC.

El mundo de swaps IBR es un caso que llama la atención y merece celebración. La Gráfica 5 muestra la evolución de los notacionales operados, llegando en los últimos años a unos COP 5 billones de operación diaria promedio. Este subyacente entra pues a competir con los NDF de TRM como el mercado más concurrido. Ahora, considerando la naturaleza de los grandes pasivos pensionales y de compañías de seguros, sería natural esperar una evolución considerable de swaps ligados a inflación (swaps UVR, por ejemplo). Este subyacente ha mostrado señales de vida, pero de una forma más reducida y errática.

Gráfica 5

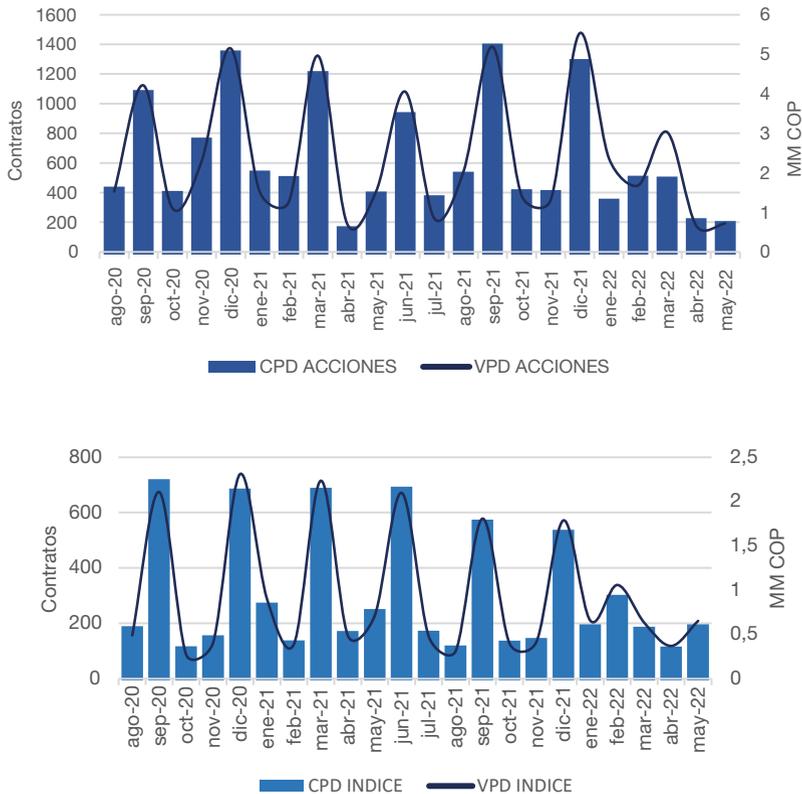
Volúmen de Swaps IBR



Fuente: Bloomberg y Credicorp.

Finalmente, el mundo de derivados sobre acciones refleja una baja profundidad del mercado subyacente (volumen promedio diario de entre USD 30 y 40 millones). La Gráfica 5 muestra volúmenes (bastante variables en el tiempo) del último año de operación, con promedios diarios del orden de entre medio millón y un millón de dólares

Gráfica 6 Volúmenes de futuros de acciones y de futuros del MSCI COLCAP



Fuente: Extraído de "Informe Mercado de Derivados - Futuros Renta Variable Mayo 2022" de la BVC.
* Volumen promedio diario

En general, el mercado mantiene un enfoque en derivados de corto plazo. Por ejemplo, el mercado de forwards de tasa de cambio exhibe una proporción estable entre 80% y 90% para estructuras menores de tres meses de plazo. Esto no es extraño al considerar que frecuentemente la exposición de entidades se ajusta dinámicamente con NDF de corto plazo, que puede resultar más conveniente que la operación en el spot. No obstante, llama la atención que la masa de administradores gestionando su riesgo cambiario de mediano plazo (por ejemplo, hasta las ventanas de presupuestos de compañías) delaten una reducida concurrencia.

Permitámonos evolucionar la exposición en direcciones diversas relacionadas con el entorno actual del mercado de derivados. Ese statu quo que complementa la visión del estado de las cosas.

3.1. Normativa

El contexto regulatorio aún puede dar de qué hablar. Desde el lado positivo, se resalta la adopción de estándares de contabilización del XVA (ajustes relacionados con riesgos crediticios y de fondeo propios y de la contraparte), este tipo de obligaciones fuerzan a la profesionalización del mercado, favorece la adopción de buenas prácticas al interior de las instituciones y propende por una visión integral de valoración y gestión de riesgos considerando todas las dimensiones involucradas. Un paso natural posterior es el nacimiento de instrumentos de gestión de riesgo crediticio; sin embargo, un mercado local de derivados de crédito aún no parece cercano a dar señales de vida.

Similarmente, la estructura del contrato marco local se ha ajustado a las condiciones del mercado colombiano, avanzando en detalles relacionados, en particular, con el manejo del riesgo de contraparte y el robustecimiento de los soportes de la gestión crediticia. Esto es positivo para generar confianza en el sistema, a imagen de lo que subyace la gestión de riesgos en cámaras que centralizan el riesgo de contraparte.

Ahora, en este punto vale la pena reiterar el impacto negativo del 4 por mil, que virtualmente elimina la postura de “efectivo” como colateral plausible, desviando la práctica local de la internacional.

Cabe resaltar que (posiblemente por la misma idiosincrasia del mercado local) el manejo del riesgo de crédito aún tiene mucho campo de sofisticación cuando se trata de portafolios de derivados. Una posición corta en un futuro del TES 2030 presumiblemente podría netearse parcialmente (en riesgo) con una posición larga en un futuro del TES 2028. Si bien esta correlación no es tan alta como podría esperarse al comparar con curvas de deuda de gobiernos en mercados desarrollados, puede estudiarse la cantidad de neteo del riesgo permitido, en parte para promover una cultura de cuantificación de riesgo de curva. En este sentido, el mercado local tiene espacio para evolucionar de un paradigma de agrupar muchos riesgos individuales según cada instrumento, a un paradigma de riesgo de portafolio.

Por otro lado, es importante notar que los participantes en el mercado de derivados OTC deben acatar las reglas establecidas en dos frentes: el Capítulo XVIII de la Circular Básica Contable Financiera y la normativa del Banco de la República⁷⁶. Un participante debe estar pendiente de avances en paralelo, cuestión que podría facilitarse con una comunicación institucional que propendiera por un Documento Único, siguiendo la práctica adoptada por la BVC para el mercado de derivados estandarizados⁷⁷.

Relacionado con este punto, ocasionalmente se encuentran elementos cuya interpretación podría ayudarse fuertemente de definiciones más precisas. Describir, por ejemplo, los derivados que se definen con un “componente cambiario” (punto importante dado que las Sociedades Comisionistas de Bolsa no pueden operar derivados con componente cambiario); o especificar lo que significa especular. Siguiendo el ejemplo anterior, ¿cubrir una posición corta en 10.000 millones de futuros del 28 con una posición larga en 8.000 millones de futuros del 30 es especular? El entorno es muy fuertemente sesgado en contra de la especulación, que exige claridad a los participantes de este tipo de cuestionamientos. Y, por supuesto, surge la duda de ¿por qué es tan terrible especular? Pero volveremos a este punto más adelante.

⁷⁶Banco de la República. Resolución Externa No. 1 de 2018. Recuperado de: https://www.banrep.gov.co/sites/default/files/reglamentacion/compendio-res-ext-1-de-2018_1.pdf.

Banco de la República. Asunto 6: Circular Reglamentaria Externa DOAM-144 y sus modificaciones y Anexos. Recuperado de: <https://www.banrep.gov.co/es/normatividad/operaciones-de-derivados>.

⁷⁷BVC. Reglamento General del Mercado de Derivados. Recuperado de: <https://bvc.co/sistemas-administrados>.

En adición, persisten elementos de rigidez operativa que buscan brindarle seguridad al sistema pero que pueden incrementar fuertemente los costos de operación en el mercado. El tiempo permitido para el registro de operaciones puede ser un ejemplo en esta dirección. Una visión integral de costos y beneficios, soportada por estudios esporádicos que analicen la mejor estructura para el mercado, permitiría proponer parametrizaciones saludables a este tipo de elementos operativos.

La participación de un agente en un mercado de derivados exige esfuerzos operativos y analíticos amplios. Una dimensión crucial que se debe atender es la valoración de instrumentos. El tema de valoración de derivados se ha prestado para la generación de miles de estudios académicos, innovaciones en ingeniería financiera que hoy son ubicuas, y hasta el otorgamiento de un premio Nobel. Colombia ha seguido la dinámica generalizada en mercados emergentes de homogeneizar la valoración de cierre diario de derivados mediante la figura de proveedores de precios que sean independientes de las instituciones que deben valorar sus portafolios diariamente. Esta figura lidia con el natural conflicto de interés que surge cuando la entidad que se beneficia o perjudica con precios altos o bajos es la responsable de definir estos precios de cierre. Claro, cabe la discusión de la sabiduría de enfrentarse a un sistema basado en la regla del hombre prudente; pero en el estado actual del mercado, puede facilitar el asentamiento de prácticas homogéneas. En adición, el rol centralizador en consolidación y procesamiento de toda la información del mercado, y en la incorporación de mejores prácticas de valoración de instrumentos derivados, al final alivianan esta carga en instituciones financieras. No obstante, es saludable que las autoridades comprueben esporádicamente que efectivamente la figura sigue generando los beneficios que se espera que goce el mercado.

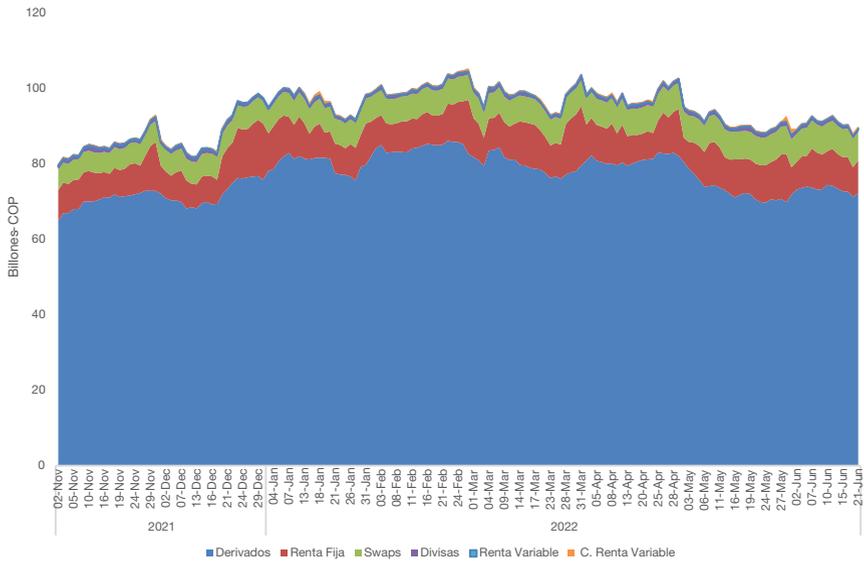
3.2. Estandarizados

Un punto interesante para exponer es el del esfuerzo dedicado, particularmente en el mercado de derivados estandarizados, a propender por una mayor liquidez de los mercados nacientes. La BVC ha buscado brindarles un empuje inicial a mercados tales como futuros de TES, futuros de TRM y futuros de COLCAP mediante la figura de creadores de mercado. El resultado de estos esquemas ha variado, pero se percibe del mercado una positiva recepción: que la falta de liquidez no sea la razón para que un mercado no despegue.

Siguiendo con el mundo de estandarizados, la adopción de variados productos en la CRCC fortalece el funcionamiento del mercado, y brinda a los agentes alternativas centralizadas al manejo bilateral del riesgo crediticio. La Gráfica 7 exhibe la posición abierta de instrumentos en la CRCC, resaltando que los meses recientes el total asciende a cerca de COP 100 billones.

Gráfica 7

Evolución Posición Abierta.



Fuente: CRCC.

En este punto es interesante ahondar en los costos. Algunos participantes del mercado pueden percibir que las garantías exigen un costo de oportunidad muy alto; este es un punto complejo: el modelo de riesgos de la CRCC está diseñado siguiendo un nivel de confianza de 99,5%, que, si bien es estricto, es del orden de magnitud usado por otras cámaras a nivel mundial. Incluso es interesante observar que, a cierre de abril 2022, las garantías depositadas en la Cámara eran del orden de COP 7 billones, que contrastan contra los cerca de COP 4 billones que eran exigidas⁷⁸. Es natural asignar parte de esta brecha a la mayor flexibilidad ofrecida en el tipo de garantías que los agentes pueden constituir: TES (incluso los clasificados al vencimiento), efectivo (que remunera a la tasa de intervención del Banco de la República menos 100 puntos básicos) e incluso en dólares. No obstante, es factible pensar que la adopción del esquema por parte de nuevos (y viejos) participantes puede beneficiarse de una mayor comunicación entre la CRCC y los agentes del mercado con respecto al método para calcular las garantías. Una conversación sobre el diseño de un modelo de riesgo permitiría una saludable profundización por parte del mercado del origen de los parámetros que definen el esquema.

Vale la pena resaltar (y esto no es particular a Colombia) que esta dinámica de postura de garantías resulta en general ajena al sector real, que típicamente trabaja contra sus líneas de crédito. Es el sector financiero quien principalmente lidia con el manejo de garantías, y este ir y venir de fondos es parte de la rutina operativa de estas instituciones.

Este recorrido es solo relevante si se observa desde una óptica particular: ¿el mercado es adecuado para ofrecer los derivados que requieren inversionistas y gestores de riesgo? Claro, es una pregunta parcialmente circular porque los demandantes de derivados pueden no saber que son demandantes hasta no enfrentarse con un mercado líquido, desarrollado, que lo busque para plantearle una oferta interesante.

⁷⁸Información provista por la CRCC.

4. Sesgo AAA – Dilema cultural

La primera aproximación a responder esta pregunta puede llevarnos a indagar acerca de la forma en que instituciones y autoridades perciben la toma de riesgos.

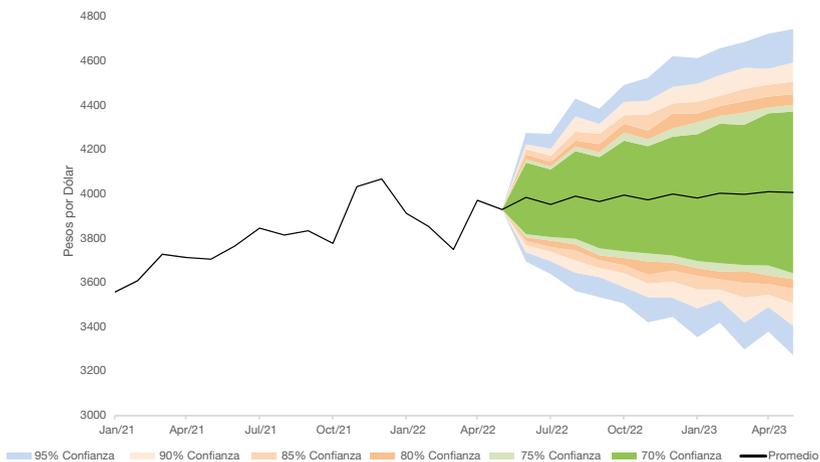
El deber ser contra el debió saber

Los manejadores de dineros públicos, por ejemplo, tienen una tarea compleja, al balancear las decisiones que puedan afectar la futura valoración de los portafolios entre riesgos directamente ligados con la definición del portafolio, de los instrumentos que lo componen y su proporción y correlación. Es una tarea complicada, que inevitablemente exige escudriñar el futuro con la intención de cuantificar el riesgo inherente y así decidir sobre la conveniencia de incorporar instrumentos de gestión de riesgos – coberturas – al perfil del portafolio. Este portafolio puede ser genérico: puede consistir en los flujos de caja de una empresa que sea propiedad del Estado del sector Oil & Gas, por ejemplo.

La tarea no es fácil, pero se complica por un elemento externo, que es el control de los dineros públicos. Es frecuente enfrentarse a situaciones donde un análisis profundo del perfil de riesgo deseado, del riesgo inherente y del perfil que resultaría al aplicar instrumentos de gestión como derivados, se complementan con prejuicios (igual de inciertos) que eventualmente podrían mirar ese accionar para decidir si el manejo ha sido inapropiado. Es más común de lo deseado encontrar decisiones que hacen primar lo que algún día posiblemente analice un ente de control que lo que algún día pudiera hacer el mercado. Extrañamente, ante esta situación el statu quo suele ser preferido: no tomar decisiones activas suele ser visto con mejores ojos (o así se percibe) que tomarlas.

Planteemos la típica situación de un exportador, que recibe divisas por la venta de sus productos en el exterior. Este exportador venderá USD 10 millones a lo largo del año, y se imagina miles de escenarios para la dinámica del dólar durante ese año. La Gráfica 8 plantea unos intervalos de confianza plausibles para esta proyección.

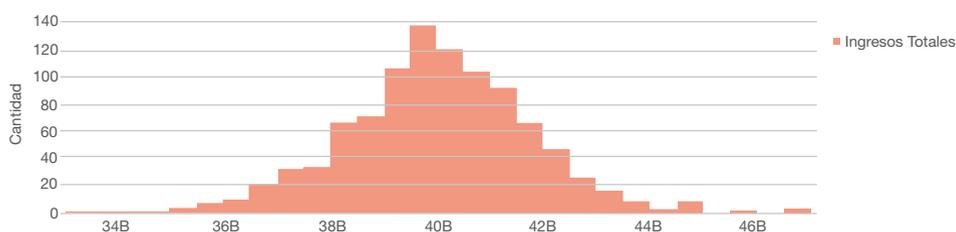
Gráfica 8 Simulación de la tasa de cambio



Fuente: Quantil. Extraído de <https://quantrisk.quantil.co/>.

En algunos escenarios, donde la tasa de cambio sube, se imagina ganador y en otros, donde la tasa de cambio cae, se imagina perdedor. Es claro que la sensibilidad anual de los ingresos es de COP 10 millones, por cada peso que se mueva la tasa de cambio. Esto corresponde con una exposición larga (delta, si se quiere) de USD 10 millones. Al cuantificar el riesgo cambiario (es decir, mezclando la exposición con los movimientos plausibles del subyacente), el exportador plantea una distribución de ingresos como la exhibida en la Gráfica 8. Es decir, en escenarios pesimistas revaluacionistas podría percibir ingresos (en pesos) de unos COP 360 mil millones, pero en escenarios optimistas (o sea devaluacionistas) estos ingresos podrían subir a unos COP 440 mil millones. Este intervalo plausible de incertidumbre representa el 20% de los ingresos esperados.

Gráfica 9 Ejemplo de distribución de ingresos para un exportador



Fuente: Quantil. Extraído de <https://quantrisk.quantil.co/>.

Una cobertura sencilla con forwards de TRM le permitirían garantizar un ingreso anual aproximado de COP 400 mil millones (suponiendo un promedio de tasa forward de COP 4.000 pesos por dólar). De hecho, es interesante para el exportador comparar sus ingresos futuros sin coberturas y con coberturas. Es natural concluir que las coberturas son la respuesta a su incertidumbre (por supuesto, este es un ejemplo sencillo e ignora elementos tales como la operatividad de implementar coberturas y el manejo – si se requiere – de colateral).

Sin embargo, el exportador puede imaginarse una situación en que justamente se materializa una devaluación fuerte del peso; situación que, de conocerse anticipadamente le permitiría tener certeza de lograr ingresos por COP 440 mil millones. El haberse cubierto le hubiera garantizado ingresos por COP 400 mil millones. Nuestro exportador se pregunta qué opinaría un auditor de la situación que conociera lo ocurrido durante el año y que ignorara la situación real de riesgo e incertidumbre que vive el exportador hoy. El nuevo riesgo que enfrenta es una conclusión (errónea) de suponer que el exportador conocía el futuro y que por sus acciones los dineros públicos sufrieron un detrimento de COP 40 mil millones.

Se enfrenta, por lo tanto, la gestión financiera, matemática, estadística, del dinero público, donde, ante el desconocimiento del futuro (que es la circunstancia en que se toma la decisión) donde la respuesta natural es cubrir con el fin de mitigar el amplio riesgo de mercado con la gestión del riesgo personal de exponerse a una investigación, de ser sospechoso de un mal manejo de los dineros públicos (cuando en realidad solo es culpable de desconocer el futuro). No es infrecuente (ni deseable) que la respuesta se sesgue hacia el statu quo de preservar abiertos los riesgos de mercado por evitar abrir

riesgos reputacionales.

De forma frustrante, es difícil para el mercado de derivados, con todos los elementos que su buen desarrollo implica, competir contra externalidades de este tipo. La paradoja de la situación es que, por buscar preservar los dineros públicos, la percepción de situaciones como la expuesta trae, en sentido opuesto, que se tomen riesgos enormes con los dineros públicos, siendo natural pensar que estos dineros se deberían manejar con una alta aversión al riesgo.

Prohibido especular

Este último punto abre el siguiente. Posiblemente con razón (considerando el retante entorno de potencial corrupción y malos manejos de dineros que han abundado en nuestra historia), la normativa interna de las entidades que gestionan dinero, y la externa que imponen las autoridades, incorporan frecuentemente elementos que buscan evitar la toma de riesgos (que amplía la paradoja del ejemplo anterior). Se ha llevado la especulación a una connotación tal que en ocasiones pareciera estar a la par de acciones delictivas.

Esta particular declaración del apetito de riesgo ha permeado a la psiquis de los administradores de dinero, públicos y privados. Frecuentemente se ha vuelto prohibido decir que se está especulando. Esto es extraño y contradictorio contra lo que es el impulso que el Gobierno suele imprimir al emprendimiento: implementar una idea en la creación de una empresa es una actividad altamente riesgosa, debería caber en la categoría de especulación. La especulación fomenta la creación e innovación, es en ella en donde se pueden encontrar caminos no recorridos que son interesantes. El mundo financiero no es distinto; si bien el dinero que se tiene se percibe con más apego que el que se podría tener, el principio debería ser el mismo: la especulación permite salirse de una camisa de fuerza para que, en la exploración y en la toma de riesgos, se puedan generar beneficios adicionales.

Esta situación permea negativamente el desarrollo del mercado de derivados, minando la demanda de nuevos productos, reduciendo el apetito por operar derivados plain vanilla (irónicamente en ocasiones se perciben como instrumentos de alto riesgo, cuando frecuentemente su única intención es reducir el riesgo de un portafolio subyacente), reduciendo el incentivo por sofisticarse por encima de la competencia, y produciendo apatía hacia el beneficio que un mercado profundo puede traer a la economía en general. El efecto natural es reducir la “curiosidad local” de los agentes que se enfrentan a riesgos financieros, limitando el potencial del mercado.

Ahora, el término “especulación” parece alinear ideas, pero no es clara para el mercado la interpretación que debe tenerse en toda situación. Es decir, algunos gestores pueden enfrentarse a situaciones en las que no es claro si se está entrando en el terreno de especulación. Una definición de servilleta puede ser “la operación de instrumentos financieros con la intención de generar una utilidad con los movimientos de variables de mercado”. No suena tan repulsivo; sospecha uno que es lo que hace cualquier agente con su propio dinero, y de hecho lo que debería guiar a los agentes que manejan el dinero de terceros.

Es posible que el mercado esté en un nivel de madurez suficiente para revisar desde la regulación, desde las normativas internas y desde los preceptos de cultura financiera, lo que se busca aceptar o rechazar. Puede uno imaginarse un entorno donde el rechazo

draconiano a la especulación se reemplace por una asertiva definición del marco de apetito de riesgos de una entidad (desde su apetito de riesgo, hasta su tolerancia y capacidad), seguido por un diseño claro, consistente y eficiente de la normativa que guíe hacia la dinámica y límites de riesgo deseables. Un diseño mucho más difícil porque es mucho más adecuado. Es más sencillo rechazar la toma de riesgos de principio, pero no es lo más adecuado. Es de celebrar, pues, que las autoridades busquen migrar el manejo integral de riesgos de las entidades financieras en esta dirección. Lo ideal sería que el aspecto cultural siga esta guía conscientemente.

Avanzar sin brújula

Es difícil desligar el mercado de derivados del análisis de riesgos que enfrentan las empresas. Podemos pedir prestada la estructura definida por las autoridades para que las instituciones financieras implementen sus sistemas de administración de riesgo (no solo de mercado, sino de todo tipo), que arranca por la identificación de los riesgos.

Un elemento velado, comúnmente ignorado, pero crucial en esta identificación, es la definición adecuada de la variable de análisis. Los traders de derivados frecuentemente se enfrentan a riesgos de base, en donde cubren un riesgo con un instrumento de características similares (con el que comparten una alta correlación), porque normalmente no está disponible el instrumento exacto para calzar el riesgo perfectamente. En adición, no sería eficiente: un portafolio con 1.000 swaps de diversos plazos, nivel de tasas y antigüedad difícilmente se cubriría con otros 1.000 swaps en dirección contraria. El agente buscaría un puñado de instrumentos que cubra el grueso de los riesgos, comenzando por el riesgo de movimientos paralelos, y posiblemente siguiendo con los riesgos de curva.

Asimismo, como se expuso antes, es posible que las condiciones de precios y liquidez sugieran cubrir un instrumento (futuros del 30) con otro similar (futuros del 28). En todos estos casos, la definición de la variable objetivo marca la parada para la posterior cuantificación y gestión de los riesgos. Puede ser similar, pero en el detalle es distinto, cubrir el riesgo de flujo de caja que el de PyG.

Un ejemplo, por fuera del mundo de los derivados, pero muy relevante para esta discusión, se presenta en el fondo obligatorio de pensiones conocido con el nombre de “Conservador”. En teoría este portafolio busca gestionar los ahorros de la población con proximidad a su edad de pensión. La variable de análisis que sugiere la regulación (mediante la rentabilidad mínima), y que siguen los gestores, es la rentabilidad de este portafolio: rentabilidad absoluta. Debe sorprender que no se tenga noción alguna de la pensión en esa variable. Y justamente ahí radica un problema fuerte de definición de la variable de análisis.

Planteemos el siguiente ejemplo numérico. Un hombre de 60 años tiene 400 millones ahorrados en su fondo de pensiones, luego de 40 años de arduo trabajo (y buenos rendimientos acumulados). Estando a dos años de su pensión, el gestor del portafolio decide seguir la variable de análisis pertinente, y “reduce el riesgo” del portafolio, enviando todo a cuentas de ahorros y CDTs que, a manera de ejemplo, suponemos que rinden 10% por los siguientes dos años, garantizando unos ahorros cercanos a los 500 millones de pesos cuando cumpla la edad de pensión de 62 años.

En ese momento el señor se acerca a un oferente de rentas vitalicias (suponemos para este ejemplo alta oferta de este producto). Suponiendo una expectativa de vida promedio de 85 años para el señor, y tomando las tasas del mercado de 20% a todos los plazos

en ese momento, la renta vitalicia puede asegurarle una mesada mensual de COP 8,2 millones. Muy bien. Pero si en el momento en que llega a pedir la renta vitalicia las tasas están al 0% a todos los plazos, la mesada sería de COP 1,6 millones. ¿Qué pasó? Son los mismos 500 millones de ahorro, pero en un escenario puede adquirir una mesada 5 veces superior que en el otro escenario.

Lo que pasó es que se perdió de vista la verdadera variable de interés: la mesada del futuro pensionado. Si lo que se busca es reducir el riesgo de esta mesada, invertir todo en instrumentos de corto plazo es asumir un riesgo enorme, cuando lo que se pretendía era asumir poco riesgo. El riesgo de tasas de interés al que se expone al afiliado de alta edad es extraordinario, y sugiere atender con mucho más cuidado la definición de la variable de análisis, ligándola estrechamente al objetivo de los portafolios.

Ojos que no ven ¿corazón que no siente?

Otro elemento relevante en esta discusión cobija el segundo punto de los sistemas de administración de riesgos de las entidades: la cuantificación.

Cerramos este recorrido de elementos de nuestra cultura financiera, que pueden alimentar el entendimiento del desarrollo de nuestro mercado de derivados, con un tópico de absoluta relevancia: la medición y representación del riesgo “real”. Sin desconocer el buen recorrido que ha evidenciado el estándar contable en nuestro país a lo largo de las últimas décadas, en lo relacionado con representar adecuadamente valores justos y movimientos de mercado de estos valores, es común encontrar situaciones en donde la misma tradición de cultura financiera pareciera buscar mirar en otras direcciones que en las complejas cuantificaciones de riesgos.

Situémonos en el mundo de créditos hipotecarios. Los deudores tienen una opción de reducir los intereses si observan que en el mercado se han reducido las tasas de interés. Puede haber costos de transacción no menores, pero un sistema bancario competitivo asegurará que estos deudores estén conscientes de esa posibilidad de refinanciamiento. En Estados Unidos esta dinámica evidenció a los bancos la necesidad de adquirir opciones sobre tasas de interés para contrarrestar esa posición corta en opcionalidad que en esencia se obsequiaba a los deudores por la apertura de sus créditos. La consecuencia fue dramática pero natural: el nacimiento de un mercado de cientos de miles de millones de dólares en productos que ofrecían convexidad/opcionalidad sobre el subyacente de tasas de interés. La demanda por vehículos que permitieran gestionar el riesgo permitió florecer un mercado de derivados interesante, de una riqueza extraordinaria, lleno de retos académicos.

Colombia es un escenario distinto a Estados Unidos, con altos costos de transacción, menos dinámico en el mercado de créditos hipotecarios y menos incisivo en las posibilidades de refinanciamiento. Pero la estructura es similar: los oferentes de créditos hipotecarios en esencia añaden una opción a los créditos. Sin embargo, la medición de este riesgo de opcionalidad no es algo que vaya de la mano de la medición del riesgo de tasas de interés. No se vislumbra ni en los escenarios académicos este elemento; es difícil siquiera sentarse a adivinar su orden de magnitud. Ingenuamente podría uno aseverar que no es que el riesgo no exista, sino que no se mide. Y al no medirlo, no se genera el tipo de demanda que es el abono para la germinación y crecimiento de mercados de derivados. El entorno colombiano debería tener un mercado de *swaptions* que corresponda con el riesgo que subyace la operación bancaria. Pero estos instrumentos no pasan de curiosidades esporádicas, fallando en dar un salto protagónico merecido.

Antes de cerrar este punto vale la pena relacionarlo con una práctica de amplio uso en el sector financiero: la clasificación de títulos al vencimiento. La posibilidad de mantener constante la TIR de un título a lo largo de su vida es muy atractiva por la reducción (o eliminación) de volatilidad en los precios. Sin embargo, valorar los títulos a vencimiento (sin exponerlo a las vicisitudes de movimientos diarios de mercado) no cambia el riesgo inherente que esos títulos traen al portafolio. Lo único que cambia es la cuantificación y exposición de ese riesgo. Es claro que si el título debe venderse en momentos anticipados a su vencimiento (escenario que siempre debería tenerse sobre la mesa como buena práctica de consideración de eventos pesimistas), el precio de venta no sería el precio en libros, circunstancia que debería incomodar a los analistas de riesgos.

Infelizmente estos elementos delatan oportunidades de profundizar en la sofisticación del mercado, y no tanto innovaciones que al final aumenten el beneficio social.

Incidentalmente, estos conceptos, en un enfoque y entorno afines, fueron abordados y discutidos por la Misión del Mercado de Capitales. Los pilares sobre los cuales se construyó la Misión permiten un eco en este mundo del mercado de derivados colombiano: (i) pensar en función de los riesgos que deben medirse y gestionarse; (ii) buscar un entorno en el que todo tipo de riesgos puedan ser atendidos; (iii) fomentar la competencia y la diferenciación de oferta de servicios; (iv) eliminar asimetrías y obstáculos regulatorios; (v) incrementar estándares de profesionalismo en el mercado; y (vi) orientar el mercado a maximizar el beneficio social.

5. Consideraciones finales

Es natural tener la impresión de que el mercado de derivados en Colombia se ha mantenido en continuo movimiento para lograr permanecer igual. Muchos elementos confluyen al estudiar el desarrollo del mercado: la oferta de productos parece adecuada y similar a lo observado en nuestros pares de la región, pero se podría aspirar a más, considerando la naturaleza de los riesgos inherentes al aparato de producción económica; la aparición del *off-shore* se presenta como una bendición mixta: por un lado le ha imprimido gran profundidad al mercado de swaps con subyacente local, pero por otro se ha formado una masa crítica suficiente para atraer a los grandes jugadores a operar por fuera del escenario *on-shore*; la cultura que refleja el “sesgo-AAA”, desde la normativa hasta la definición de estrategias de las entidades en Colombia puede ser un impedimento a la curiosidad financiera necesaria para sofisticar las metodologías de gestión de riesgos y para favorecer la demanda de nuevos productos y soluciones.

Sin embargo, sería injusto decir que el mercado se estancó. La evolución del universo compensado en cámara, el flujo de riesgo en swaps IBR, el avance en el manejo del riesgo crediticio (con contrapartes), son elementos que evidencian una dinámica subyacente en constante cambio. Como ejemplo adicional, es interesante recordar la operación del primer derivado atado a métricas de sostenibilidad, negociado entre BBVA y Colombiana en mayo 2022. Aunque vale la pena hacer seguimiento a este tipo de iniciativas para medir si los objetivos buscados se cumplen, es una innovación que merece celebración y puede atraer a otros participantes a asumir riesgos, a intentar distintas aproximaciones y a proponer ideas novedosas.

No obstante, es razonable cuestionarse si se puede hacer más por atraer la participación de otros agentes. Es difícil medir la demanda potencial de derivados que no es atendida

en la actualidad. Pero es claro que, por ejemplo, el sector *retail* se encuentra muy lejos del mundo de derivados, siendo un usuario natural mediante el instrumento que a nivel global se ha definido como el mecanismo idóneo para conectar el mercado de capitales con el ahorro de los hogares: los índices accionarios. En Colombia se ha habilitado el futuro de COLCAP (y ya se cuenta con el ETF correspondiente) con montos pequeños, que deberían interesar al retail. Incluso, algo más complejo, un mercado de notas estructuradas debería atraer a paquetes de inversionistas. No obstante, se sigue observando a inversionistas individuales pequeños preferir salirse del escudo que ofrece el sector financiero para colocar sus ahorros en apuestas altamente riesgosas, sin protección ni supervisión. Algo en el sistema causa una preferencia del retail aparentemente irracional; no es que el retail no esté dispuesto a asumir altos riesgos, pero no parece estar dispuesto a asumirlos en plataformas oficiales ligados al sector financiero.

Asimismo, empresas pequeñas y medianas podrían participar más activamente de la gestión de riesgos mediante derivados, particularmente en lo que respecta a riesgos cambiarios. Sin embargo, no se evidencia una participación masiva de este sector. De forma similar, es escasa la curiosidad y proactividad académica que suele llevar a gestores de riesgos a demandar soluciones novedosas para sus necesidades.

Siempre pensando en lo que beneficiaría más a la sociedad en general (apoyando el emprendimiento, abriendo más posibilidades de asumir diversos tipos de riesgos, fortaleciendo la plataforma de instrumentos para gestionar esos riesgos, extendiendo el universo de posibilidades de inversión), puede ser procedente concluir haciendo un llamado a distintas instancias.

A las autoridades: a profundizar esa línea de cimentar el enfoque de las entidades financieras sobre paradigmas de análisis de riesgos; a fomentar el diseño de marcos de apetitos de riesgos acorde con sus operaciones y preferencias; a medir constantemente el pulso del mercado de derivados, buscando remover costos ineficientes y talanqueras innecesarias, planteando análisis de política desde una perspectiva de costos y beneficios para la sociedad.

A las entidades financieras: a sacudir ese "sesgo AAA" y buscar la creación de productos y servicios que permitan atender distintos apetitos de riesgos; a retar el statu quo de medición de riesgos y buscar la inclusión científica de elementos como el riesgo de prepagos (desde el punto de vista de opcionalidad) y el riesgo del libro bancario a movimientos en las curvas de tasas de interés; a invitar a sus clientes, cuando sea deseable desde la necesidad de administración de riesgos, a incursionar de forma segura en el mercado de derivados; a motivar a los hogares con ahorros a considerar el mercado financiero (en parte enriquecido por los derivados) como una alternativa de inversión que debería competir fuertemente en el abanico de alternativas .

A las empresas: a estudiar el riesgo inherente a la operación y los mecanismos adecuados de gestión; a definir delicadamente la variable de análisis y gestión; a fortalecer las instancias de gobierno de análisis y gestión de riesgos.

A los inversionistas: a demandar productos consistentes con los perfiles de riesgo deseados; a incursionar en el mundo de derivados como instrumentos eficientes para especular; a retirar de la cultura financiera el estigma negativo de especular.

A la academia: a acercarse más a la realidad práctica de la industria financiera local; a proponer, desde la óptica del método científico, metodologías de medición y gestión de riesgos, esquemas de diseño de políticas públicas y modificaciones al statu quo como canales para moldear un mercado que atienda eficazmente a la sociedad; a señalar efectos secundarios indeseables de elementos regulatorios y de prácticas comunes en el mercado.

Referencias

- Banco de la República. Resolución Externa No. 1 de 2018. Recuperado el 9 de junio de 2022 de https://www.banrep.gov.co/sites/default/files/reglamentacion/compendio-res-ext-1-de-2018_1.pdf.
- Banco de la República. Asunto 6: Circular Reglamentaria Externa DOAM-144 y sus modificaciones y Anexos. Recuperado el 9 de junio de 2022 de <https://www.banrep.gov.co/es/normatividad/operaciones-de-derivados>.
- Bernal, A., de Bedout, R., Galarza, R., Jara, D., Rigobón, R. & Torres, J. (2019). *“Misión del Mercado de Capitales 2019 – Informe Final”*. Recuperado el 5 de diciembre de 2019 de https://www.urf.gov.co/webcenter/portal/urf/pages_c/misinmercadodecapitales.
- BVC. Reglamento General del Mercado de Derivados. Recuperado el 9 de junio de 2022 de <https://bvc.co/sistemas-administrados>.
- Superintendencia Financiera de Colombia. Capítulo XVIII de la Circular Básica Contable Financiera – Anexo 3. Recuperado el 9 de junio de 2022 de <https://www.superfinanciera.gov.co/inicio/normativa/normativa-general/circular-basica-contable-y-financiera-circular-externa--de---15466>.

5

Capítulo

Integración de bolsas de valores: la apuesta por el futuro

Autor: Juan Pablo Córdoba



Introducción

Los esfuerzos de integración de los mercados de capitales en la región no son nuevos. La necesidad de construir un mercado más profundo y con más alternativas para emisores e inversionistas que permita sacar provecho de las economías de escala siempre ha apuntado hacia la integración de las bolsas de valores como el mecanismo más eficiente para lograr estos objetivos. La dinámica de los mercados de capitales de la región en los últimos años (reducción de la liquidez, menor cantidad de emisores, entre otros.), incluso antes de la pandemia, ya subrayaba la urgencia de adelantar la integración.

Por lo tanto, el actual proceso no es simplemente una integración donde los accionistas de una bolsa local pasan a ser propietarios de tres bolsas de la región (Chile, Colombia, y Perú), sino que apunta a construir un solo mercado donde confluyen todos los inversionistas, emisores e intermediarios de los tres países. De forma tal que se permita tener un mercado con mayor oferta de productos, mayor liquidez y que logre capturar las eficiencias operativas derivadas de una mayor escala. Así mismo, este mercado integrado debería dar a los intermediarios mayores oportunidades para desarrollar negocios y ampliar la oferta de productos y servicios a sus clientes.

Es de resaltar que para que la integración sea exitosa será necesario superar retos en diferentes frentes: una armonización regulatoria, una homogeneización de las reglas de funcionamiento, una integración tecnológica, entre otros. Éste, por lo tanto, no es sólo un reto de las bolsas de valores que hacen parte de la integración, sino también de todos los actores que participan del mercado de capitales y a los que beneficia su desarrollo y crecimiento, que al final resulta ser un motor esencial del desarrollo económico y social de un país. Este escrito pretende analizar las características particulares de cada bolsa, resaltando así sus debilidades y fortalezas, las cuales impulsaron el deseo de una integración regional que permita tener un mercado más dinámico y con mayor profundidad, aumentado el atractivo para inversionistas y emisores, apalancados de las experiencias pasadas de integraciones en la región y en otras jurisdicciones.

A comienzos de 2022, las Asambleas Generales de Accionistas de las bolsas de valores de Colombia, Chile y Perú dieron su visto bueno para llevar a cabo su proceso de integración después de varios años de conversaciones, negociaciones y estudios sobre la forma y propósito que debería tener este proceso. Como mencionamos, la integración quiere decir, no solo que los accionistas de estas bolsas pasarán a ser propietarios de una entidad con operaciones en los tres países, sino sobre todo que los participantes de los mercados de capitales locales de cada país (inversionistas, emisores e intermediarios) se integrarán en uno solo.

1. ¿Por qué hacer una integración?

Los esfuerzos de integración de bolsas de valores que atienden diferentes mercados no son nuevos. En 2001, Colombia integró sus tres bolsas de valores locales (Bogotá, Medellín y Occidente) en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) bajo el supuesto de que sólo una bolsa integrada podía responder a las necesidades de financiación y crecimiento de la industria colombiana. A nivel internacional, Euronext, la integración de las bolsas de París, Amsterdam y Bruselas (a la que posteriormente se unieron Lisboa, Irlanda y Oslo), es el ejemplo más exitoso de integración de plataformas de negociación, compensación y liquidación en búsqueda de un mercado más líquido y profundo. Otro ejemplo relevante es la fusión, a inicios de este siglo, de las bolsas de los países nórdicos en OMX (bolsas de Copenhague, Estocolmo, Islandia, Oslo y Helsinki), con una plataforma de negociación común, reglas de negociación unificadas y un proceso único de listado de compañías.

En el caso de los mercados de Chile, Perú y Colombia la dinámica de los últimos años indicaba que las bolsas de valores no estaban logrando acompañar el crecimiento y desarrollo del sector productivo de cada país. La evolución de las cifras de volumen negociado, capitalización bursátil y número de empresas listadas refleja esta realidad.

Tabla 1

Evolución de cifras 2012-2022 para el mercado colombiano

| Colombia | | | | |
|----------|-------------------------|-------------------|--------------------|---------------------------|
| Año | Capitalización bursátil | Volumen negociado | Compañías listadas | Nuevas compañías listadas |
| 2012 | \$463 | \$57 | 76 | 3 |
| 2013 | \$392 | \$39 | 72 | 0 |
| 2014 | \$349 | \$41 | 70 | 0 |
| 2015 | \$270 | \$36 | 69 | 0 |
| 2016 | \$309 | \$40 | 68 | 1 |
| 2017 | \$361 | \$41 | 67 | 0 |
| 2018 | \$337 | \$44 | 66 | 1 |
| 2019 | \$434 | \$46 | 66 | 1 |
| 2020 | \$364 | \$34 | 65 | 0 |
| 2021 | \$369 | \$29 | 64 | 0 |
| CAGR | -2,5% | -7,2% | -1,9% | - |

* Cifras en billones (Bn) de pesos colombianos.

Tabla 2

Evolución de cifras 2012-2022 para el mercado chileno

| Chile | | | | |
|-------|-------------------------|-------------------|--------------------|---------------------------|
| Año | Capitalización bursátil | Volumen negociado | Compañías listadas | Nuevas compañías listadas |
| 2012 | \$150 | \$22 | 225 | 5 |
| 2013 | \$139 | \$22 | 227 | 5 |

| | | | | |
|-------------|-------|------|-------|---|
| 2014 | \$142 | \$16 | 230 | 2 |
| 2015 | \$135 | \$14 | 223 | 1 |
| 2016 | \$140 | \$16 | 214 | 0 |
| 2017 | \$181 | \$23 | 212 | 1 |
| 2018 | \$174 | \$30 | 205 | 0 |
| 2019 | \$153 | \$28 | 203 | 1 |
| 2020 | \$131 | \$28 | 194 | 0 |
| 2021 | \$130 | \$34 | 194 | 0 |
| CAGR | -1,6% | 4,9% | -1,6% | - |

* *Cifras en billones (Bn) de pesos chilenos.*

Tabla 3

Evolución de cifras 2012-2022 para el mercado peruano

| Perú | | | | |
|-------------|--------------------------------|--------------------------|---------------------------|----------------------------------|
| Año | Capitalización bursátil | Volumen negociado | Compañías listadas | Nuevas compañías listadas |
| 2012 | S/.261,93 | S/.13,47 | 214 | 22 |
| 2013 | S/.226,47 | S/.8,87 | 212 | 9 |
| 2014 | S/.234,67 | S/.9,61 | 211 | 8 |
| 2015 | S/.189,60 | S/.4,86 | 212 | 9 |
| 2016 | S/.267,10 | S/.7,38 | 217 | 49 |
| 2017 | S/.320,33 | S/.18,29 | 218 | 13 |
| 2018 | S/.314,13 | S/.7,50 | 209 | 4 |
| 2019 | S/.327,87 | S/.5,28 | 196 | 1 |

| | | | | |
|-------------|-----------|---------|-------|---|
| 2020 | S/.315,27 | S/.7,65 | 199 | 1 |
| 2021 | S/.311,32 | S/.8,45 | 189 | 0 |
| CAGR | 1,9% | -5,1% | -1,4% | - |

** Cifras en miles de millones de soles peruanos.*

Fuente: World Federation Exchange (WFE)

Nota:

- 1. El volumen negociado es el valor transado por EOB doméstico de Renta Variable, es decir, las operaciones de acciones domésticas, efectuadas a través del libro de órdenes electrónico, multiplicada por sus respectivos precios.**
- 2. Tasa de crecimiento anual compuesto (CAGR).**

En el caso de los mercados de capitales, una dinámica de menor actividad desata un círculo vicioso difícil de romper: una baja liquidez en el mercado reduce el interés de los inversionistas por participar en él, ya que resulta más costoso realizar las operaciones que requieren para gestionar eficientemente sus portafolios, y un mercado con menos inversionistas (o con inversionistas concentrados en los pocos activos líquidos disponibles) es un mercado poco atractivo para nuevos emisores, que no encuentran interés por financiar sus proyectos a costos razonables. Finalmente, un mercado sin nuevos emisores y nuevas emisiones no sólo refuerza el círculo de baja liquidez, sino que no cumple su papel de ser el espacio donde las necesidades de financiación de las empresas encuentran la respuesta más eficiente posible.

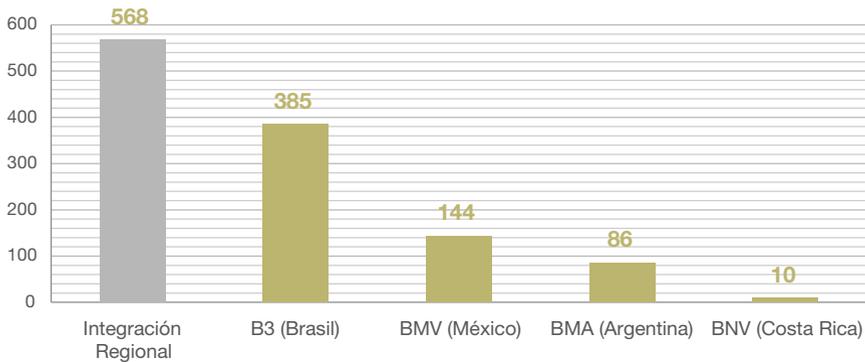
La lógica de la integración busca romper ese círculo vicioso al concentrar la liquidez y profundidad de cada uno de los mercados locales en un solo lugar. Así, la oferta de valor del mercado de capitales a sus diferentes participantes mejora notablemente frente a la realidad de los mercados individuales por medio de: (i) una oferta de productos más amplia que atiende mejor las necesidades de los compradores, (ii) una mayor liquidez que reduce el costo de ingreso o liquidación de posiciones para los inversionistas y (iii) un universo mucho más amplio de contrapartes con quien negociar, que permiten construir un mercado más completo.

La integración tiene otras implicaciones que refuerzan sus beneficios para el mercado:

- **Relevancia para los inversionistas extranjeros:** hoy el tamaño de los mercados individuales no resulta suficiente para entrar “en el radar” de un número importante de inversionistas internacionales, y la opción de ingresar a cada uno es muy costosa. Una bolsa integrada resulta más relevante para estos inversionistas y reduce los costos transaccionales que implica el acceso a cada uno de los mercados por separado.

Gráfica 1

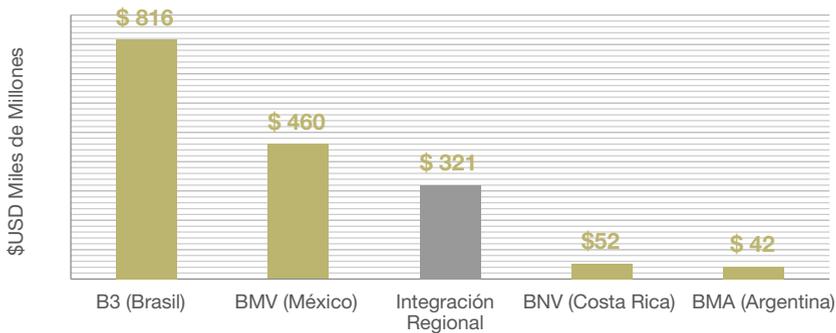
Compañías listadas en el mercado integrado vs Otros mercados de la región



Fuente: WFE.

Gráfica 2

Capitalización bursátil en el mercado integrado vs Otros mercados de la región



Fuente: WFE.

- **Eficiencias operacionales en la infraestructura del mercado:** al integrar los mercados, los costos de operación de las plataformas de negociación, liquidación y cumplimiento se pueden distribuir entre un mayor número de participantes y operaciones, reduciendo los costos individuales para todos los agentes. De igual manera, en la medida en que la infraestructura de mercado tiene cada vez un mayor componente tecnológico, la escala resulta ser la variable crítica en su equilibrio económico.
- **Posibilidad de expansión a bajo costo:** el mercado integrado permite a las firmas participantes atender clientes en los tres países sin necesidad de replicar toda su infraestructura en cada uno de ellos. Más allá de la presencia comercial requerida para estar cerca a los clientes de cada país, los procesos operativos de las firmas podrán desarrollarse desde una sola localización, incrementando la posibilidad de expansión de su radio de acción a un costo muy inferior al actual.

En resumen, la lógica central detrás de la apuesta por la integración de las tres bolsas de valores es mejorar la calidad del mercado de capitales para sus participantes, de forma que se desate una dinámica virtuosa de mayor liquidez, más inversionistas y, por lo tanto, opciones de financiación cada vez más eficientes para los proyectos productivos de los tres países.

Cuadro 1. Integración exitosa: Caso Euronext

Euronext se constituyó en el 2000 como un grupo de bolsas de valores europeas resultado de la fusión de las Bolsas de París, Ámsterdam y Bruselas, dando origen a la primera bolsa paneuropea con presencia en Bélgica, Francia, Holanda, Irlanda, Portugal, Noruega, Londres, Oslo y Lisboa. Actualmente, Euronext opera bajo una única plataforma de negociación y la compensación, liquidación y depósito están tercerizadas a unos proveedores específicos. Esto permite ofrecer un modelo integrado que concentra la liquidez y da cierta independencia a la gestión, permitiéndole ser reconocido como el principal mercado de valores de Europa, con más de 1995 emisores, una capitalización bursátil de 7,33 billones de euros y un valor negociado en renta variable de 2,8 billones de euros en 2021.

Euronext tiene un modelo federal, en el que existe una bolsa en cada país con la función principal de realizar los listados. Pese a que estas bolsas son reguladas localmente y son propiedad de la *holding* listada bajo el nombre Euronext NV, los reguladores de cada jurisdicción han firmado un Memorando de Entendimiento (MoU) para crear el Colegio de Reguladores de Euronext (CoR) con el objetivo de asegurar un enfoque coordinado para el ejercicio de sus respectivos poderes y responsabilidades sujeto a las disposiciones legales o reglamentarias vigentes en cada uno de los países.

Esta estructura federal ha generado gran interés en la academia, dado que la secuencia de fusiones proporcionó un experimento natural para la estimación del efecto que tiene la integración. Según la literatura, los beneficios provienen principalmente de: (i) el ahorro de costos en software y hardware al tener una sola plataforma de negociación, (ii) el acceso a carteras más diversificadas por parte de inversionistas y, (iii) el incremento del tamaño, profundidad y liquidez del mercado.

De acuerdo con Pagano y Padilla⁷⁹, la creación de Euronext condujo a una disminución en el bid-ask spread de los valores de gran capitalización negociados en París, Bruselas, Ámsterdam y Lisboa, así como un incremento en el volumen negociado y una reducción de la volatilidad. Andreu y Pagano⁸⁰ confirman estas conclusiones y señalan que el impacto en la liquidez del mercado logra ser duradero. Por su parte, Nielsson⁸¹, quien a diferencia de los autores anteriores examinó los efectos de liquidez de todas las empresas que cotizan en las bolsas, encontró que la fusión mejoró en términos de Pareto la liquidez.

Euronext es un caso exitoso de integración que ofrece diversas claves para la integración regional y sirve como marco para las decisiones que se deberán tomar, con el objetivo de lograr un posicionamiento a nivel internacional y una mayor competitividad frente a actores globales, que se verá reflejado en beneficios transferidos por las bolsas a sus usuarios (intermediarios, inversionistas y emisores).

⁷⁹ IPagano, M., Padilla, A.J. (2005). "Efficiency gains from the integration of exchanges: Lessons from the Euronext "natural experiment". Recuperado de:

<https://st.ilsol24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2006/05/padilla-pagano.pdf>

⁸⁰ Andreu, R., Padilla, A.J. (15 de noviembre de 2017). "Quantifying Horizontal Merger Efficiencies in Multi-Sided Markets: an Application to Stock Exchange Mergers". Recuperado de: [https://one.oecd.org/document/DAF/COMP/WD\(2017\)37/FINAL/en/pdf](https://one.oecd.org/document/DAF/COMP/WD(2017)37/FINAL/en/pdf)

⁸¹ Nielson, U. (2009). "Stock exchange merger and liquidity: The case of Euronext". Journal of Financial Markets, 12, 229-267. Recuperado de: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1386418108000335>

2. El proceso de integración

La integración de las bolsas de valores de Colombia, Chile y Perú puede verse en dos dimensiones: la integración corporativa y la integración de los mercados.

2.1. La integración corporativa

La integración corporativa se concretará con la creación de una sociedad holding domiciliada en Chile que será la accionista mayoritaria de cada una de las tres bolsas de valores, y a través de estas ejercerá el control de sus respectivas filiales e inversiones en otras empresas. Estas filiales son empresas que completan la cadena de valor de la infraestructura del mercado de capitales en cada uno de los mercados: cámaras de compensación, depósitos de valores, proveedores de precios, entre otros.

Gráfica 3

Estructura Holding Regional - Presencia en toda la cadena de valor



Fuente: BVC.

Para ello, se adelantará un intercambio de acciones en el cual los actuales accionistas de cada una de las bolsas entregarán sus títulos a cambio de una participación en la sociedad holding a una relación de intercambio predefinida. Este proceso debe asegurar que la sociedad holding se quede con la mayoría de las acciones de cada una de las bolsas locales, asegurando de esta forma su control.

Desde el punto de vista del gobierno corporativo, la sociedad holding tendrá una junta directiva que definirá la estrategia transversal del grupo y que será implementada por cada una de las bolsas de valores locales. En las bolsas de valores locales las juntas directivas tendrán mayoría de miembros en representación de la sociedad holding asegurando de esta forma la coordinación e implementación de la estrategia transversal del grupo.

2.3. La integración de los mercados

Desde el punto de vista de la integración de los mercados, la visión es llegar a tener un solo mercado en las fases de negociación, compensación y liquidación de forma que realmente se logren capturar los beneficios descritos en el punto anterior. Para esto, hay que tener en cuenta las particularidades de cada mercado, en el caso de Perú, si bien presenta una cantidad considerable de compañías listadas, su volumen negociado es inferior al de Colombia (teniendo este solo un tercio de las compañías listadas en Perú), esto se ve explicado principalmente por la concentración del mercado en un bajo porcentaje de emisores del sector minero, generando una liquidez limitada en los demás activos. Por otra parte, Chile cuenta con uno de los mercados más dinámicos de la región, a pesar de esto, su capitalización bursátil y número de compañías listadas ha venido en descenso en los últimos años lo que muestra un claro desinterés por parte de los inversionistas y emisores por el mercado local. Para los inversionistas extranjeros se genera una ventaja comparativa en las bolsas de México y Brasil las cuales cuentan con una mayor cantidad de compañías listadas y mayor liquidez.

Colombia, por su parte, presenta la cifra más baja de compañías listadas en la región (disminuyendo año tras año), generando una limitación de entrada para los inversionistas, mostrándose poco atractivo frente a otros mercados, y a su vez dificultando la entrada de nuevos emisores debido a la baja liquidez. Estas características particulares, han impulsado el deseo de una integración regional, la cual pueda lograr la creación de un mercado más atractivo tanto para inversionistas como emisores, beneficiando a las tres jurisdicciones. La siguiente tabla da una idea de los órdenes de magnitud de la operación de un mercado integrado y su comparación con las principales bolsas de la región.

Tabla 4

Principales cifras en el 2021

| | Capitalización bursátil | Compañías listadas | Volumen negociado RV | Volumen negociado Bonos |
|--------------------------|-------------------------|--------------------|----------------------|-------------------------|
| Colombia | \$90,54 | 64 | \$7,17 | \$194,24 |
| Perú | \$78,03 | 189 | \$2,12 | \$0,96 |
| Chile | \$152,14 | 194 | \$40,19 | \$158,46 |
| Mercado Integrado | \$320,71 | 447 | \$49,47 | \$353,66 |
| México | \$459,71 | 138 | \$90,30 | 0,00 |
| Brasil | \$815,88 | 381 | \$1.409,72 | \$0,38 |
| Argentina | \$41,75 | 85 | \$2,62 | \$315,10 |

Fuente: World Federation Exchange (WFE)

Nota:

1. Cifra en miles de millones de dólares.
2. El volumen negociado de RV es el valor transado por EOB (electronic order book) doméstico.
3. El volumen negociado de Bonos es el valor transado doméstico tanto público como privado.

Alcanzar esta integración en un solo mercado implica retos en diversos frentes: (i) convergencia regulatoria; (ii) unificación de las reglas de operación; (iii) integración tecnológica; y (iv) un marco tributario competitivo.

Convergencia regulatoria

El proceso de integración regional en sus dos grandes dimensiones, la corporativa y de mercados, requiere de la participación activa de los reguladores de las tres jurisdicciones. Para ello, es necesario que las autoridades compartan los objetivos de la integración para que desde sus competencias individuales el proceso sea acompañado en su integralidad. Este aspecto ha sido atendido desde el inicio del proceso y cada una de las etapas que lo componen es suficientemente informada y gestionada con las autoridades. En la actualidad, se considera que la coordinación de los reguladores de los tres países se encuentra en un nivel adecuado de interacción.

Un elemento a favor del proceso es que las estructuras societarias y de mercado de los tres países en lo esencial participan de elementos comunes, factor que sin duda viabiliza la integración.

En la dimensión societaria, por ejemplo, se requerirá la autorización para el cambio de propiedad accionaria que supone la creación de la holding regional, la aprobación para la inscripción de las acciones que emita la holding y el posterior deslistamiento de las acciones de las tres bolsas que pasarían a ser vehículos operativos.

Con relación al mercado, será necesario buscar la convergencia regulatoria en las reglas de negociación (de manera que desde el inicio se eviten los arbitrajes que pudieran afectar la confianza en la iniciativa), de compensación y liquidación (para que el cumplimiento de las operaciones se realice de manera segura y bajo los mismos parámetros) y de custodia o depósito de los valores (para asegurar que los procesos de post-negociación sean uniformes).

Reglas de operación

La negociación presenta retos significativos al tener actualmente reglas diferentes en las tres bolsas. Surge entonces la necesidad de adoptar estándares y mejores prácticas para homogeneizar los mercados, productos, reglas y procesos de la operación.

Considerando que la negociación se realiza en tres monedas diferentes, el reto es lograr una compensación y liquidación que atienda las necesidades de seguridad y confianza de los participantes, pero, sobre todo, que consiga simplificar los procesos operativos que implican las liquidaciones transfronterizas, atendiendo las reglas cambiarias de cada país, y mitigando el riesgo cambiario y operativo que subyace en este proceso a unos costos razonables. Para lograr este cometido, una única Cámara de Riesgo Central de Contraparte que compense y liquide los mercados en las bolsas integradas se vuelve deseable para lograr los propósitos comentados.

Por otra parte, es fundamental la interacción entre los tres depósitos: además de la unificación de procesos, reglas de operación y productos de custodia, es importante asegurar el acceso de todos los participantes a la información sobre portafolios, libros de

titulares, entre otros. Tener convenios de custodia internacional con una amplia cobertura mundial les garantizará a los extranjeros el acceso a la región con procesos sencillos y ágiles de custodia y liquidación.

El proceso de definición del modelo operativo regional del mercado integrado requerirá de un mecanismo de consulta y construcción con los agentes del mercado, para integrar, en el marco de los mejores estándares, su visión para el desarrollo futuro.

Integración Tecnológica

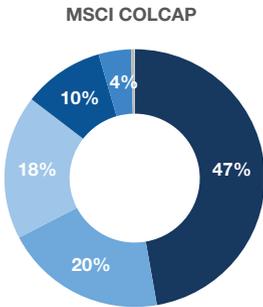
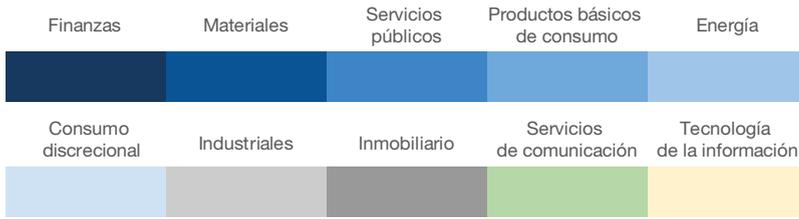
En cuanto a la integración tecnológica, el reto principal va a ser la selección de las plataformas más idóneas, tanto para la negociación como para la compensación y liquidación integradas. Eso requiere un minucioso análisis comparativo alineado con los objetivos estratégicos de la *holding* en términos de capacidad, latencia, resiliencia, seguridad, mantenibilidad, facilidad de interoperabilidad y costo operativo de los sistemas a elegir.

Tras la selección, la siguiente tarea será la migración de los mercados con sus funcionalidades a las plataformas elegidas. Esta parte del proyecto es la que más tiempo tomará y su duración será estimada dentro del análisis de las plataformas objetivo. El mismo método será usado para otros sistemas corporativos que no sean el *core* de la infraestructura del mercado de capitales como pueden ser los sistemas de Planificación de Recursos Empresariales, Gestión de Relaciones con los Clientes, Administración de Recursos Humanos, Gestión de Riesgos, entre otros. También aplica a las herramientas tecnológicas de diseño, desarrollo y pruebas de software, operación, automatización, monitoreo y ciberseguridad.

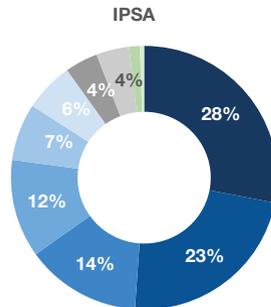
Es importante resaltar que las decisiones de arquitectura tecnológica de integración son de largo alcance con importantes consecuencias en cuanto a la operación y a su costo en el futuro. Por lo tanto, requieren un análisis comparativo y la realización de un diseño detallado de las soluciones.

Por último, para las tareas previamente mencionadas, es fundamental disponer del mejor talento tecnológico, con un profundo conocimiento del negocio y de los sistemas actuales de las tres bolsas.

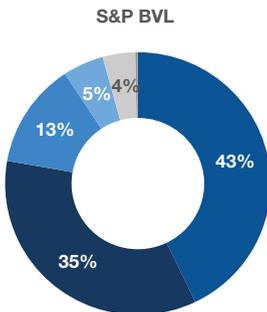
Cuadro 2 Composición sectorial de los principales índices bursátiles



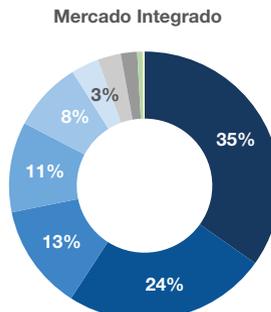
Fuente: Bloomberg.



Fuente: Bloomberg.



Fuente: Bloomberg.



Fuente: Cálculos propios.

La composición de los índices bursátiles de los tres mercados refleja una concentración sectorial relativamente alta en cada uno de ellos. Esa realidad no solo implica una oferta restringida de riesgos y tesis de negocio para los inversionistas, sino que se convierte en un círculo vicioso en el que la especialización de los emisores y de los vehículos de inversión en unos pocos sectores económicos hace cada vez más difícil que potenciales emisores de otros sectores ingresen al mercado de capitales.

En el caso de las bolsas de Colombia, Chile y Perú, la mayor diversificación sectorial que ofrecería un mercado integrado debería reflejarse en una mayor apertura de los diferentes agentes y participantes a analizar y evaluar nuevos riesgos y lograr atraer empresas de sectores como tecnología, salud, educación, información, entre otros.

Marco tributario:

Si bien el factor tributario no resulta un punto imprescindible para el correcto funcionamiento de una bolsa integrada, como muestra el caso de Euronext, si se considera un aspecto relevante en la integración de las bolsas, en la medida en que puede ser un factor que afecte la competitividad de un mercado frente a los demás. En el pasado cada país ha modificado su sistema tributario para facilitar este tipo de integraciones. Con el MILA, se realizaron modificaciones en el sistema tributario de los tres países para evitar problemas para los inversionistas como la doble tributación, sin embargo, esta no fue una solución eficaz para que los sistemas tributarios de los tres países sean equiparables.

Por esta razón, en la integración andina es necesario un trabajo conjunto entre los países miembros para la construcción de una política tributaria lo más homogénea posible, que responda a los intereses y necesidades de los inversionistas de la región, permitiéndoles invertir en los tres mercados con el mínimo costo posible, incentivando la entrada de nuevos inversionistas al mercado de capitales y facilitando la financiación de nuevos emisores por medio del mercado integrado. Para esto, hay que tener en cuenta que dichos cambios no generan beneficios exclusivos para los participantes del mercado de capitales, si no para la economía en general, atrayendo nuevos inversionistas para las tres jurisdicciones, actuando como motor del desarrollo económico y social en la región.

En todo caso, aunque superar estos retos es fundamental para que la integración logre los beneficios esperados, desde el punto de vista estratégico el principal reto es que la calidad del mercado integrado (entendida como la facilidad/eficiencia con que los agentes gestionan sus necesidades de capital) convierta al mercado regional en un jugador relevante en el contexto internacional y local para los empresarios e inversionistas, en el que se logre atraer cada vez más agentes (emisores, inversionistas, intermediarios, entre otros) que le den la profundidad y liquidez, para una formación de precios más eficiente.

Es importante señalar que estas cifras de número de emisores listados o de liquidez de los activos son sólo indicadores que buscan mostrar el grado de eficiencia con el cual el mercado de capitales cumple su rol de gestionar el capital de empresarios e inversionistas y así permitir a la economía alcanzar todo su potencial. En realidad, el principal beneficio de una integración exitosa es mejorar las condiciones de acceso a capital para las empresas, lo cual se debe reflejar en que los sectores productivos de los tres países puedan crecer más rápido, generar más empleo y adelantar nuevos proyectos productivos.

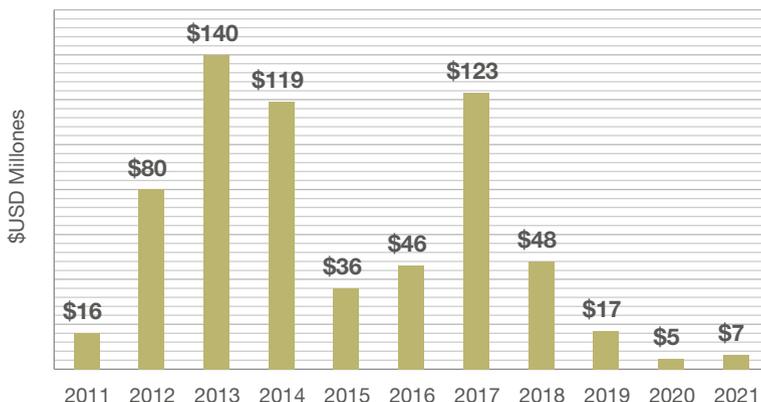
3. MILA: ¿Qué aprendimos?

El Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), creado en 2010, puede verse como el primer intento realmente concreto de lograr una integración de los mercados de capitales en la región. Inicialmente, y al igual que la actual iniciativa de integración, el MILA reunió los mercados de valores de Chile, Colombia y Perú. Posteriormente, en 2014, también se sumó a MILA la bolsa de valores de México. En este caso, la integración se basaba en una plataforma que interconectaba las cuatro bolsas a través de un sistema de “*order-routing*”. De este modo, los agentes de cada mercado podían observar directamente el comportamiento de los otros y operar en ellos. Esto implicaba la realización de transacciones transfronterizas a través de un corredor local sin necesidad del registro previo de los inversionistas.

Lamentablemente, después de algo más de diez años MILA no logró constituir un verdadero mercado integrado y los volúmenes de operación no alcanzaron la dinámica de crecimiento necesaria para llevar a los participantes del mercado a concentrar sus operaciones en esta plataforma.

Gráfica 4

Volumen Negociado - Mercado MILA



Fuente: MILA News.

Varias razones se han expuesto para explicar por qué finalmente la integración vía MILA nunca despegó. La más estructural es que MILA en realidad era una plataforma de interconexión de mercados separados y no, como en el caso del proceso actual, una integración completa de los mercados en uno solo que reemplace los mercados locales. Si bien en teoría MILA tenía una serie de beneficios en términos de acceso a nuevos productos, emisores y liquidez, el hecho de que los mercados locales continuarán operando individualmente evitaba construir un solo espacio en el que se recogiera toda la actividad de los participantes, con las ventajas descritas en el punto anterior.

Un efecto conexo a esta ausencia de un mercado único fue la barrera de entrada a los intermediarios al no tener un acceso directo y que llevaba a requerir de un *sponsor* local, quien era el encargado de ejecutar la operación en el mercado internacional y determinaba el monto total a partir de la comisión y tarifas adicionales. Lo anterior, según el Banco Central de la Reserva Perú⁸², implicaba que los costos de intermediación no estuvieran unificados, generando diferentes valores de entrada de acuerdo con la bolsa de valores por la cual se decidiera entrar a MILA.

El proceso de post negociación se convirtió en la segunda dificultad para el desarrollo del MILA. La complejidad y los costos de este proceso para los participantes del mercado implicó un fuerte desincentivo: concretamente, la necesidad de tener que pasar por el dólar para convertir la moneda de un país en la de otro en el cumplimiento de las operaciones, lo cual implica dos transacciones, con su respectivo riesgo y comisiones asociadas, generando un costo extra que desincentiva la transaccionalidad en MILA.

⁸² Banco Central de la Reserva del Perú (2015). "Reporte de estabilidad financiera". Recuperado de: <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Estabilidad-Financiera/ref-noviembre-2015.pdf>

Por último, los intermediarios enfrentaron diversos retos en temas regulatorios y de participación que impidieron crear los incentivos para que se decidieran a operar en los otros mercados. Entre estos se encuentran: (i) la falta de un tratamiento armonizado en relación a reglas de negociación en las distintas plataformas, que no permitió la captura de eficiencias y terminó aumentando la complejidad de la operación; (ii) la restricción en el acceso de algunos inversionistas institucionales en circunstancias donde los países destino no tuvieran el mismo grado de inversión que el de su mercado local y, (iii) la asimetría regulatoria en temas de tributación entre los países miembros, restringiendo la posibilidad para que los inversionistas se encontraran bajo las mismas condiciones al invertir en cualquiera de los países.

En todo caso, la experiencia de MILA contribuyó a desarrollar en los distintos agentes una lógica para la integración de los mercados y, particularmente, a construir una visión compartida con los reguladores locales sobre el camino a seguir y el reconocimiento del valor para el desarrollo del mercado de dar este paso.

Esta “apertura” a la región puede verificarse con la importancia que han ganado los esquemas de negociación de valores extranjeros en los tres países. Bajo estos esquemas (conocido en Colombia como Mercado Global Colombiano) los inversionistas locales pueden negociar, con cumplimiento en moneda local, acciones y ETFs listados en las Bolsas de Valores de NYSE, NASDAQ, LONDRES, SANTIAGO, entre otros.

La importancia que ha ganado este mercado en México y Perú refleja el apetito de los inversionistas locales por acceder a activos de otras geografías. Como se observa en las Gráficas 5 y 6, el Sistema Internacional de Cotización de Valores Extranjeros del SIC en México muestra que la participación del volumen de este segmento global alcanzó el 47% del total negociado en toda la Bolsa Mexicana y el número de valores listados ascendió a más de 2.888, un aumento de más de mil valores en los últimos 10 años. Por otra parte, el Mercado Global Peruano ha tenido también un comportamiento muy positivo en los últimos años: su volumen ya representa el 15,6% del volumen total del mercado, y se han inscrito más de 300 valores en el segmento global.

Gráfica 5

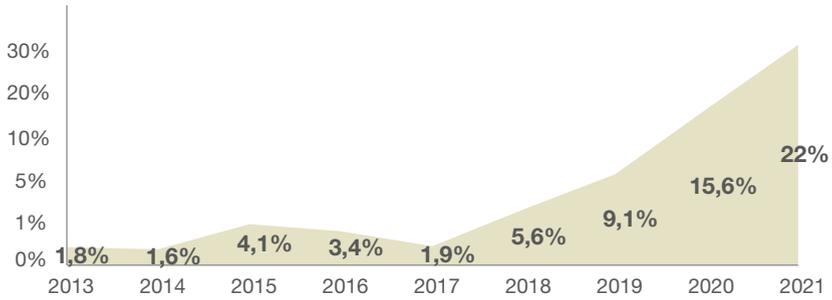
Participación Volumen Negociado - Volumen SIC frente al Volumen mercado local



Fuente: Bolsa de Valores de México (BVM).

Gráfica 6

Participación Volumen Negociado BVL - Volumen Mercado Global frente al Volumen mercado local



Fuente: Bolsa de Valores de Lima (BVL)

Tabla 5

Comportamiento del Mercado Global en el primer trimestre de 2022

| | ETF | Acciones | Monto negociado | Especies | |
|----------|-----|----------|-----------------|-----------------------|-----------|
| | | | | Razón social | VPD |
| Colombia | 10 | 13 | \$21.355.315 | ETF Bonos tramo corto | \$66.886 |
| | | | | ETF Core S&P 500 | \$56.738 |
| | | | | General Electric | \$28.285 |
| | | | | Amazon | \$25.285 |
| | | | | Apple | \$23.336 |
| Perú | 276 | 99 | \$118.149.395 | Tesla | \$169.547 |
| | | | | Nvidia | \$167.899 |
| | | | | Meta Platforms | \$163.037 |
| | | | | ETF SPDR S&P 500 | \$106.308 |
| | | | | Barrick Gold | \$83.008 |

Fuente: BVL y BVC.
* Cifras en dólares

4. Comportamiento del Mercado Global Colombiano (MGC)

Aunque en Colombia este segmento empezó a reactivarse solo hace un año, los primeros resultados apuntan a repetir las señaladas experiencias de México y Perú: durante 2021 en el Mercado Global Colombiano se inscribieron 15 nuevos valores, 5 acciones chilenas y 10 fondos bursátiles con subyacente renta variable y renta fija y el volumen promedio diario negociado durante este año fue de COP 951 millones para un volumen total acumulado de COP 134.926 millones.

A corte de marzo de 2022 este mercado cuenta con 23 valores listados, un volumen promedio diario negociado de COP 1.361 millones (+ 43% frente al año anterior) y un promedio mensual de inversionistas en el año de 2.337. Entre los principales sectores participantes se encuentran las personas naturales y la posición propia de las Sociedades Comisionistas de Bolsa.

5. Impactos de la integración sobre los participantes del mercado

Los impactos de una bolsa integrada pueden evaluarse para cada uno de los diferentes participantes del mercado desde sus objetivos específicos. Al final, en todo caso, un mercado de mayor calidad es un bien público del que todos los agentes se benefician, incluso aquellos que no participan directamente en él.

5.1. Emisores

Demanda más amplia:

Los emisores, actuales y futuros, encontrarán en la bolsa integrada no sólo más inversionistas sino perfiles de riesgo diferentes y estrategias de gestión de portafolio diversas, que amplían el espectro de especies e instrumentos por los que existe interés en ser adquiridos y negociados. De este modo es más fácil romper la actual concentración de las bolsas locales en emisores tradicionales y activos de bajo riesgo, y dar la oportunidad a proyectos productivos diferentes de encontrar acceso a capital en el mercado.

Mejor formación de precios:

La confluencia de un mayor número de inversionistas e intermediarios contribuye a que la liquidez de los activos aumente, lo que se refleja en una mejor formación de precios que reconoce de mejor forma el valor de los activos negociados. De esta forma, el emisor tendrá mayor confianza en que la valoración que el mercado hace de su activo (o de su costo de financiación vía deuda) es resultado de la confluencia de múltiples jugadores y donde difícilmente la decisión de uno “arrastre” las valoraciones de los demás.

Menores costos:

Las economías de escala derivadas de una bolsa integrada (operación, inversión en infraestructura, entre otros) se deben trasladar a las tarifas que se cobran a los emisores por participar en el mercado.

5.2. Inversionistas

Mayor oferta de activos:

La posibilidad de invertir en nuevos emisores (los actualmente listados en otros mercados más los que entren al mercado integrado) amplía la calidad de los portafolios de los inversionistas, pues podrán acceder a nuevos riesgos y sectores que contribuyan a diversificar su portafolio actual y a herramientas para gestionar los riesgos de su portafolio.

Mejor liquidez:

Para los inversionistas los beneficios de una mayor liquidez en los activos son múltiples: de un lado enfrentan menores costos para liquidar o construir posiciones (bid offer spread) y de otro tienen una mejor formación de precios que les permite tomar decisiones centradas en el valor fundamental de los activos (que es la forma en que la gestión de portafolio realmente agrega valor) y no en decisiones basadas en la gestión del riesgo de valoración en un mercado ilíquido. Incluso, investigaciones como la de Pagano y Padilla (2005) han encontrado que uno de los efectos de la mayor liquidez del mercado integrado de Euronext es la reducción de la volatilidad de los activos.

Acceso más sencillo:

Especialmente para los inversionistas extranjeros, tener un solo proceso de vinculación al mercado integrado, una sola fuente de información para análisis, una sola estructura tarifaria, entre otros. (en lugar de tres procesos, todos con diferencias) hace mucho más atractivo entrar a invertir en los activos de los países.

5.3. Intermediarios

Ampliación del mercado potencial:

Los intermediarios pasarán a tener un mercado potencial de clientes mucho más amplio, no solo en número sino en variedad de vehículos e instrumentos. Aunque naturalmente en los mercados locales las firmas tradicionales ya cuentan con un posicionamiento importante, la realidad es que los mecanismos de comunicación virtual permiten cada vez más una competencia directa basada en ofrecer al cliente un valor agregado basado en mejores alternativas y soluciones.

Construcción de una mejor oferta de valor:

Al tener más emisores y diferentes instrumentos disponibles, los intermediarios pueden construir productos que se adapten mejor a las necesidades de sus clientes. Una oferta limitada de productos conduce en muchas ocasiones a que el cliente final busque opciones de inversión por fuera del mercado de valores local. Esta dinámica debería revertirse en la medida en que la oferta de productos por parte de los intermediarios resulte más completa.

Menores costos:

La armonización de las reglas de operación reducirá los costos de operar en los tres mercados al mismo tiempo, lo que hará más favorable la relación costo-beneficio de

desarrollar nuevas líneas de negocio para el mercado integrado. Adicionalmente, y por las mismas razones expuestas en el caso de los emisores, los costos de operar en el mercado integrado seguramente serán menores a los costos actuales. En la medida en que una parte de este menor costo se traslade a los clientes finales, esto puede incentivar la entrada de nuevos jugadores al mercado (inversionistas de menores montos).

5.4. Accionistas de las bolsas locales

Potencial de valorización de su activo:

Por los argumentos expuestos al inicio, los accionistas de las bolsas de valores locales pasarán a ser propietarios de una empresa con un potencial de crecimiento muy superior al que tienen en la actualidad en cada una de las bolsas por separado, y con eficiencias derivadas de las economías de escala que pueden aprovecharse al operar en un mercado mucho más grande. Aunque los retos para lograr concretar todos los beneficios de la integración no son menores, la realidad es que la dinámica de los últimos años indica con claridad que las posibilidades de crecimiento de las bolsas de valores locales son muy limitadas y un proceso que pueda revertir esta tendencia puede tomar varios años.

5.5. Sistema

Adopción de estándares de mercado

Aunque evidentemente el “sistema” no es un agente, no queremos dejar de lado una ventaja transversal para todos los jugadores de participar en un mercado integrado, donde las diferencias en regulación, reglas de operación, entre otros, seguramente se superarán acudiendo a las mejores prácticas internacionales. Esto da una fortaleza al mercado como un todo, en la medida en que reglas particulares o tratamientos excepcionales tenderán a desaparecer, habrá mayor claridad en las reglas del juego y el mercado como institución será más fuerte.

6. Conclusión

En resumen, los retos de integrar los mercados de Chile, Perú y Colombia son grandes. La armonización de las reglas de operación y de normas generales, el desarrollo del conocimiento sobre nuevos emisores, sectores e instrumentos y las integraciones tecnológicas requeridas seguramente supondrán esfuerzos importantes por parte de todos los participantes durante los próximos años. Sin embargo, las ganancias potenciales para todos los agentes de contar con un mercado integrado superan por mucho los costos asociados a un proceso de integración.

Con un mercado integrado las oportunidades para todos los participantes del mercado de capitales son inmensas. La posibilidad de desarrollar más y mejores productos en el mercado integrado abre un nuevo camino para empresarios, inversionistas e intermediarios que sepan aprovecharlo. Para los empresarios contar con un mercado con más inversionistas, con diferentes apetitos de riesgo y con distintas tesis de inversión abre la oportunidad de financiar en el mercado de capitales más proyectos productivos en mejores condiciones. Para los inversionistas y gestores es la oportunidad de construir, desde el mercado local, mejores portafolios de inversión, más ajustados a las necesidades

de sus clientes y con la profundidad y liquidez necesarios para gestionarlos eficientemente. Y para los intermediarios implica un espectro más amplio de potenciales clientes que querrán sacar provecho de las oportunidades señaladas anteriormente.

Pero aún más relevante que los beneficios para estos segmentos, es la importancia que tiene para la capacidad de crecimiento de las economías de los tres países el contar con un mercado de capitales robusto y profundo. Lo que pueden ganar los países, si se logra este objetivo, es poder financiar cada vez más proyectos productivos, obras de infraestructura, nuevas tecnologías y futuros emprendimientos que signifiquen más y mejores empleos para sus ciudadanos.

Por eso, la integración de los mercados de Chile, Perú y Colombia es una apuesta que interesa no solo a los actuales accionistas de las bolsas locales y a los agentes que participan diariamente en ellas, sino sobre todo a quienes ven en el mercado de capitales el camino para que estas economías desarrollen todo su potencial.

Referencias

- Almazan, N. (17 de junio de 2015). “*MILA, logros y desafíos de un mercado integrado regional*”. ICTSD. Recuperado de: <https://es.ictsd.org/bridges-news/puentes/news/mila-logros-y-desaf%C3%ADos-de-un-mercado-integrado-regional>
- Andreu, R., Padilla, A.J. (15 de noviembre de 2017). “*Quantifying Horizontal Merger Efficiencies in Multi-Sided Markets: an Application to Stock Exchange Mergers*”. Recuperado de: [https://one.oecd.org/document/DAF/COMP/WD\(2017\)37/FINAL/en/pdf](https://one.oecd.org/document/DAF/COMP/WD(2017)37/FINAL/en/pdf)
- Bain & Company (diciembre de 2021). “*Reporte de Asesoría Estratégica*”. Recuperado de: https://media.graphcms.com/hSeLLajrQnqpmG5kQjnw?_ga=2.156153459.917885891.1642799255-79629800.1639593282
- Banco Central de la Reserva del Perú (2015). “*Reporte de estabilidad financiera*”. Recuperado de: <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Estabilidad-Financiera/ref-noviembre-2015.pdf>
- Bolsa de Valores de Colombia. (2022). “*Informe mensual de Renta Variable*”. Recuperado de: https://bvc.co/informes-y-boletines?tab=informes-bursatiles_informe-mensual-de-renta-variable
- Bolsa de Valores de Colombia (31 enero 2022). “*Asamblea Extraordinaria de Accionistas bvc*”. Recuperado de: <https://gobiernocorporativo.bvc.com.co/asambleas/asamblea-extraordinaria-2022>
- Bolsa de Valores de Perú (2022). “*Valores extranjeros*”. Recuperado de: <https://www.bvl.com.pe/emisores/valores-extranjeros>
- Gil, D. (2020). “*Análisis del marco tributario de los países miembros del MILA y su efecto en la negociación de acciones entre países*”. Revista Punto de Vista, 12, 30-48. Recuperado de: <https://journal.poligran.edu.co/index.php/puntodevista/article/view/1668/1562>
- Nielson, U. (2009). “*Stock exchange merger and liquidity: The case of Euronext*”. Journal of Financial Markets, 12, 229-267. Recuperado de: doi:10.1016/j.finmar.2008.07.002
- Pagano, M., Padilla, A.J. (2005). “*Efficiency gains from the integration of exchanges: Lessons from the Euronext “natural experiment”*”. Recuperado de: <https://st.ilssole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2006/05/padilla-pagano.pdf>
- (s.f.). “*Colegio de Reguladores Euronext*”. Recuperado de: https://www.cmvm.pt/pt/cooperacao/cr_euronext/pages/cr_euronext_.aspx
- (s.f.). “*Euronext*”. Recuperado de: <https://fellowfunders.finance/capital-markets/euronext/>
- Vargas, W., Bayardo, J. (2013). “*El Mila: Mercado De Integración Entre Chile, Perú Y Colombia*”. Revista De Relaciones Internacionales, Estrategia Y Seguridad. Recuperado de: http://www.scielo.org.co/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1909-30632013000100006
- World Federation of Exchanges. (2019). “*Statistics - The World Federation of Exchanges*”. Recuperado de: <https://www.worldexchanges.org/our-work/statistics>

6

Capítulo

El rol de la titularización como mecanismo de modernización del sistema financiero

Autor: Titularizadora Colombiana



La literatura económica resalta la importancia del desarrollo del mercado de capitales para la promoción del crecimiento económico, la estabilidad financiera y, en últimas, el bienestar social. Andriansyah y Messinis⁸³ señalan que la existencia de un mercado de capitales sofisticado facilita la canalización de ahorro hacia actividades estratégicas con fuertes eslabonamientos productivos como la infraestructura física, la vivienda o el desarrollo tecnológico, las cuales no solo inciden en la creación de valor agregado en el momento en que se ejecutan, sino también, incrementan de forma permanente la productividad total de los factores. De hecho, Kaeser y Rapp⁸⁴ exponen que el principal efecto de la consolidación de un mercado de capitales eficiente es el aumento sobre la calidad en la inversión de un país (es decir, aquella con rendimientos más altos en términos económicos y sociales), debido a las ganancias en productividad que se derivan por la financiación de proyectos más innovadores y con mayores escalas de intervención, que son posibles gracias a la participación de inversionistas institucionales con apetitos de riesgo y horizontes de inversión mayores que el sistema de intermediación financiera tradicional⁸⁵.

Por su parte, la evidencia empírica muestra que los países con mercados de capitales más profundos tienen mayor resistencia a choques macroeconómicos desestabilizadores. Becker e Ivashina⁸⁶ demuestran que la inversión y el canal de crédito de las economías en crisis se recupera más rápido en aquellas donde la relación bonos a crédito corporativo es mayor. El Banco Central Europeo⁸⁷ reconoce la importancia para la estabilidad del sistema financiero de la activa participación de inversionistas institucionales en el mercado hipotecario⁸⁸ debido a la menor dependencia a la transformación de plazos y a la reducción en el apalancamiento de la estructura de fondeo. Estos hechos estilizados recogen la diferencia entre la naturaleza procíclica del sistema financiero tradicional y los horizontes de operación del mercado de capitales: mientras que el desarrollo de la intermediación financiera viene acompañada de un incremento en su posición de riesgo ante el aumento en la duración media del activo y la mayor dependencia a fuentes de fondeo de corto plazo inestables, el mercado de capitales facilita la distribución de los riesgos financieros (de mercado, de crédito) mediante la participación actores con mayores capacidades de gestionarlos⁸⁹.

La envergadura del mercado de capitales refleja su importancia en el desarrollo económico y social. El mercado global de títulos de deuda e instrumentos patrimoniales suma alrededor de USD 245 billones, lo que representa más de 2.5 veces el tamaño del PIB mundial. De estos el 54% (USD 142 billones) corresponde a productos de contenido crediticio, USD 88 billones de deuda pública y USD 54 billones de deuda privada. Esta se divide en dos segmentos: papeles corporativos y titularizaciones. Los bonos corporativos participan con el 68% (USD 37 billones), de los cuales Estados Unidos representa el 30% (USD 11 billones) y China el 22% (USD 8). Por su parte, el mercado de titularizaciones global tiene un tamaño de USD 17 billones (12% del total de la deuda privada): USD 13,5 billones en

⁸³ Andriansyah, A. y G. Messinis (2014). "Equity Markets and Economic Development: Does the Primary Market Matter?" *Economic Record* 90 (s1): 127–41.

⁸⁴ Kaeser, C. y M. Rapp (2014). "Capital Markets and Economic Growth: Long-Term Trends and Policy Challenges." *Alternative Investment Management Association research report*.

⁸⁵ Demirgüç-Kunt, A. y V. Maksimovic (1996). "Stock Market Development and Financing Choices of Firms". *World Bank Economic Review* 10 (2): 341–69.

⁸⁶ Becker, B. y V. Ivashina (2014). "Cyclicality of Credit Supply: Firm Level Evidence." *Journal of Monetary Economics* 62: 76–93

⁸⁷ Banco Central Europeo. (2017). "Financial Stability Review 2017".

⁸⁸ En Holanda cerca del 30% de los créditos de vivienda son fondeados directa o indirectamente por entidades aseguradoras o fondos de pensiones que canalizan los recursos mediante compras masivas a originadores no bancarios o a través de vehículos de inversión que acumulan hipotecas.

⁸⁹ Davis, E. P. (1996). "The Role of Institutional Investors in the Evolution of Financial Structure and Behaviour." *Proceedings of the Future of the Financial System Conference, Reserve Bank of Australia*, 49–99.

títulos respaldados por hipotecas y USD 3,5 billones respaldados por otro tipo de activos subyacentes. Estados Unidos contribuye con el 80% (USD 13,7 billones) del mercado internacional.

El presente capítulo tiene como propósito mostrar que el desarrollo de un sistema de financiación de vivienda profundo y estable solo ha sido posible a través de su vinculación al mercado de capitales, en especial, mediante el desarrollo de la titularización hipotecaria. La creación de este tipo de activos no solo ha tenido consecuencias inmediatas sobre la democratización de la propiedad inmobiliaria directamente, sino sobre elementos más generales del desarrollo social. El documento restante se divide en tres partes. En la primera se realiza un recuento del desarrollo histórico de la titularización hipotecaria a nivel internacional y se destacan sus beneficios sistémicos en cuanto a la canalización de recursos y promoción de la estabilidad financiera. En la segunda parte se hace énfasis en la evolución que ha tenido la titularización hipotecaria en Colombia. En la última sección se concluye y se presentan los principales retos de la titularización en las próximas décadas.

Cuadro 1. Elementos básicos del proceso de titularización

La titularización es un instrumento financiero que permite vincular la demanda de recursos de crédito de la economía real con el mercado de capitales, mediante la transformación del flujo de caja de una cartera de créditos (o cualquier activo subyacente que genere flujos de caja predecibles) en títulos valores de diferente nivel de riesgo. El proceso de segmentación del riesgo está basado en la proyección de los recursos que pagarán los deudores durante la vida de los créditos con base en los determinantes fundamentales del flujo como los intereses, las amortizaciones, las amortizaciones no programadas (prepago de cartera), las moras temporales y definitivas, y las recuperaciones de las garantías, entre otros. Una vez se obtienen los resultados, estos se utilizan para establecer un escenario esperado y uno estresado, el cual permite calcular el flujo de caja remanente en la situación más negativa posible (aunque muy poco probable). El pago de la totalidad del capital e intereses del título menos riesgoso (calificación de riesgo AAA) debe garantizarse con los recursos de ese escenario, por lo que se deben establecer algunas reglas en el pago de los títulos como la prioridad de pago, algunas razones de cobertura del activo contra el pasivo, la aceleración de la amortización de los títulos en situaciones estresadas, la creación de fondos de reserva, entre otros. En algunos casos, se pueden incluir mejoramientos crediticios externos como garantías de capital, garantías de liquidez o instrumentos derivados, que permitan soportar la calificación de la estructura en la solvencia económica de terceras partes.

El proceso de titularización implica la creación de un vehículo de propósito especial (fideicomisos o universalidades en el caso de Colombia) que permite el aislamiento patrimonial de los activos que son objeto de la operación. Esta separación permite, por un lado, desvincular los balances de los originadores y administradores de la titularización, de tal forma que una eventual bancarrota de estos no afecta la solvencia de la emisión. Por otro lado, la venta de los activos implica que las responsabilidades del originador derivadas del comportamiento o posesión de estos se extingue, por lo que los riesgos implícitos que conserva el proceso de titularización son, exclusivamente, aquellos inherentes a los activos subyacentes como el riesgo de crédito o el riesgo de mercado que son distribuidos en diferentes proporciones entre los distintos títulos derivados del pasivo.

En términos operativos los procesos de titularización de carteras de crédito involucran al menos cinco partes diferentes. En primera instancia el deudor, quien es el responsable de generar los flujos de caja que entran a la estructura de acuerdo con las condiciones contractuales que estipule la obligación financiera; segundo, la entidad originadora del crédito, la cual se encarga de hacer la evaluación de la capacidad de pago del deudor y de realizar el desembolso de los recursos; tercero, el administrador primario de los créditos, quien debe realizar la gestión del crédito de cara al deudor como la facturación, el recaudo, la cobranza administrativa, la cobranza jurídica, la atención al cliente, entre otros (normalmente esta labor la realiza el mismo originador del crédito con excepción de la mayoría de países de tradición anglosajona, particularmente Estados Unidos, donde el mercado de crédito esta fragmentado en toda la cadena de valor); cuarto, el administrador maestro que ejecuta la creación del vehículo de propósito especial, hace un seguimiento riguroso al comportamiento del activo de la titularización y gestiona el pasivo; y por último, el inversionista quien adquiere los títulos de acuerdo con su preferencia de riesgo y rentabilidad. Existen unos actores secundarios que son relevantes dentro de las operaciones de titularización como las calificadoras de riesgo, los custodios documentales, las bolsas de valores, los depósitos centralizados de pagos, los proveedores de precios, entre otros, que constituyen la infraestructura de operación del negocio.

La tasa de colocación de los títulos resulta de un proceso de formación de precios transparente y objetivo. Básicamente, las titularizaciones se colocan mediante subastas en las que los diferentes inversionistas demandan montos a tasas de interés específicas que consideran adecuada con la duración de los títulos y la calificación de riesgo de la inversión. Para realizar la adjudicación, estas demandas son ordenadas de menor a mayor de acuerdo con la tasa de interés, de tal forma que la tasa de corte final de la emisión resulta ser aquella donde la sumatoria de los montos alcanza el cupo total de la emisión. Normalmente, la tasa de colocación para los títulos de máxima calificación tiene una prima sobre la deuda soberana para la misma duración que puede variar entre 50 y 150 puntos básicos de acuerdo con las condiciones de mercado. Dado que las emisiones son listadas en el mercado público de valores, los títulos de emisiones existentes pueden ser transados en un mercado secundario. Si bien este mercado puede ser relevante para las emisiones más jóvenes, la naturaleza del título está más orientada a permanecer en los portafolios de inversión de los inversionistas bajo la estrategia de *buy and hold*. La menor transabilidad de los títulos tiene incidencia en su valoración.

Las emisiones son liquidadas, si no ocurre ningún evento extremo de materialización de riesgos, una vez se agotan los títulos del pasivo o los volúmenes de activo subyacentes son insuficientes para cubrir los costos fijos. En la mayoría de los casos, el comportamiento de los activos resulta ser mejor que el escenario esperado en la estructuración, lo que conduce a tener un exceso de activo que es reconocido mediante derechos residuales de la emisión en cabeza de los originadores (el hecho de que los originadores tengan exposición a estos valores que recogen las primeras pérdidas es muy importante para alinear los incentivos entre estos y los inversionistas). En cualquier caso, las emisiones contemplan situaciones de liquidación anticipada si eventos extremos ocurren.

1. Evolución de la titularización hipotecaria en el mundo desarrollado

La titularización fue una innovación financiera creada en Estados Unidos en la década de los setenta, como un producto que tenía el propósito de dar liquidez al mercado secundario de hipotecas para fomentar la participación de nuevos originadores que incrementaran las presiones competitivas en favor de los deudores, pero también, para canalizar recursos de inversión para el fondeo de créditos de vivienda para poblaciones específicas como los veteranos de guerra, las minorías étnicas o la población rural ante dificultades que tenían para realizar el cierre financiero dado el perfil de riesgo. En 1968 el gobierno federal fundó la *Government National Mortgage Association (Ginnie Mae)*, la cual permitió reestructurar el modelo de negocio del mercado hipotecario estadounidense mediante la implementación de garantías implícitas de la nación sobre el capital de los procesos de titularización.

Esta experiencia positiva fue replicada con la creación de dos entidades titularizadoras, Fannie Mae (*Federal National Mortgage Association*) y Freddie Mac (*Federal Home Loan Mortgage Corporation*), conocidas como la *Government-Sponsored Entities (GSE)*, las cuales lograron vincular capital privado tanto en acciones como en deuda, con el propósito de desligar el crecimiento de la industria de la titularización a las restricciones presupuestales del gobierno. El resultado fue muy positivo, puesto que en muy pocos años el mercado de capitales tomó una posición dominante en la estructura de fondeo de la industria hipotecaria: mientras que, en 1976, el 12% de la cartera estaba fondeada con titularización, para 1986 el indicador había crecido al 36% y a 54% en 1996. Sin duda, el desarrollo del mercado de titularizaciones en Estados Unidos permitió atender las necesidades crecientes de financiación hipotecaria estimuladas por las fuertes presiones demográficas desde mediados del siglo XX; la financiación tradicional basada en la captación bancaria habría resultado insuficiente. De hecho, la proporción de hogares propietarios de vivienda se incrementó desde 55% en los años cincuenta a cerca del 70% a finales de la década del 2000.

La titularización hipotecaria generó varios beneficios implícitos sobre las condiciones de los créditos hipotecarios en Estados Unidos. En primera instancia, el aumento en la oferta de fondos disponibles para la financiación de vivienda permitió la corrección de las tasas de interés hipotecarias, las cuales se vieron impactadas, también, por el efecto de la garantía implícita provista por el gobierno sobre el capital de las emisiones. En particular, se calcula que la tasa de colocación hipotecaria tuvo una reducción de entre 50 y 120 puntos básicos con respecto a las referencias de largo plazo⁹⁰, lo cual aumentó las fronteras del mercado hipotecario hacia el tercer decil de ingreso que, antes de la materialización de dicho efecto, no tenía salario suficiente para adquirir la vivienda más económica.

Por otra parte, el desarrollo de la titularización fue determinante para la creación de las hipotecas con tasas nominales fijas a 30 años⁹¹ que también incidieron en la capacidad de pago de millones de hogares, ante a la reducción de la carga financiera hipotecaria. Además, el desarrollo de créditos con cuotas fijas durante toda la vida del crédito fue

⁹⁰ Kolari JW, Fraser DR, Anari A. 1998. "The effects of securitization on mortgage market yields: a cointegration analysis". *Real Estate Econ.* 26(4):677-93; Hendershott PH, Shilling JD. 1989. "The impact of the agencies on conventional fixed-rate mortgage yields". *J. Real Estate Finance Econ.* 2(2):101-15; Todd S. 2001. "The effects of securitization on consumer mortgage costs". *Real Estate Econ.* 29(1):29-54; Ambrose BW, LaCour-Little M, Sanders AB. 2005. "Does regulatory capital arbitrage, reputation, or asymmetric information drive securitization?" *J. Financ. Serv. Res.* 28(1-3):113-33; Lehnert A, Passmore W, Sherlund SM. 2008. "GSEs, mortgage rates, and secondary market activities". *J. Real Estate Finance Econ.* 36:343-63

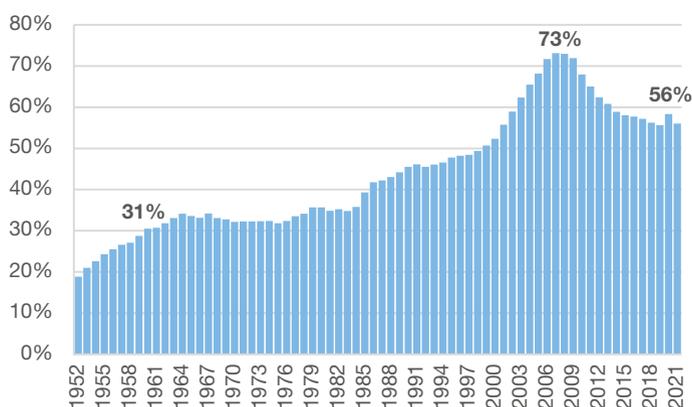
⁹¹ McConnell J. y S. A. Buser (2011). "The Origins and Evolution of the Market for Mortgage-Backed Securities". *Annual Review of Financial Economics* 3:1, 173-192

indispensable para disminuir la posición de riesgo de todo el sistema de financiación hipotecaria. En un entorno de salarios crecientes, la relación de cuota mensual a ingresos disminuye constantemente, lo que permite que la probabilidad de impago se reduzca. Adicionalmente, en este sistema hipotecario el riesgo de mercado (tasa de interés) se asigna a los inversionistas de los títulos quienes tienen mayores capacidades para gestionarlo. Esta condición tuvo un efecto psicológico favorable en los deudores, puesto que los pagos de las obligaciones se desprendían de la volatilidad del entorno macroeconómico.

Otro de los beneficios del desarrollo del mercado de titularización fue la ultra especialización de la cadena de valor de la financiación de vivienda. En la medida que el fondeo de las hipotecas se desprendió del origen y la administración de los créditos, las barreras de entrada para nuevos jugadores se desvanecieron, lo que condujo a un incremento importante en la oferta disponible de crédito hipotecario en los Estados Unidos. Entre 1968 y 2007, la profundidad del crédito hipotecario pasó del 31% al 73% del PIB (Gráfica 1). De igual forma, la alta división del trabajo en la cadena de valor del crédito hipotecario redundó en ganancias de productividad del sector que se reflejó en la menor preponderancia de los costos de operación de los originadores como proporción de los activos (entre 1985 y 1995 este indicador para los principales jugadores del mercado de vivienda se redujo de 4,9% a 3,8%). La mayor eficiencia en la operación del mercado hipotecario fue trasladada, en parte, a los deudores en forma de menores tasas de interés.

Gráfica 1

Saldo de cartera hipotecaria como relación del PIB en Estados Unidos



Fuente: Federal Reserve.

La facilidad de fondeo provista por el mercado de titularización permitió que el nivel de competencia en el mercado del crédito hipotecario en Estados Unidos haya sido fuerte en los últimos cincuenta años. Este fenómeno ha sido positivo en general, debido a que ha permitido aumentar la profundidad del crédito en los diferentes segmentos socioeconómicos del país, pero a la vez, también ha traído episodios de inestabilidad dadas las frágiles condiciones de algunos de los participantes. La evolución del crédito hipotecario (y la titularización hipotecaria) puede ser dividida en tres partes según el tipo de entidad que lideraba en el mercado. La primera, durante los setenta y ochenta cuando las *Federal Saving and Loans (S&L)* tuvieron una participación de mercado en la originación hipotecaria del 66%; la segunda entre los ochenta y la primera década de los dos mil, cuando la banca tradicional capturó hasta un 80% del mercado; y finalmente, la fase posterior a la crisis de 2008, donde los originadores no bancarios de base tecnológica,

lograron asumir la posición dominante (69% de participación de mercado en 2021) gracias a la transformación digital de toda la experiencia del usuario deudor.

La evolución de la estructura del mercado de financiación de vivienda ha sido caracterizada por una permanente necesidad de disminuir las fuerzas desestabilizadoras del sector hipotecario sobre el sistema financiero en particular y, más extensamente, sobre la economía en general. Por ejemplo, durante los años setenta, la imposibilidad de tener una valoración adecuada de los productos hipotecarios condujo a que cerca de un tercio de las S&L desaparecieran en este periodo, poniendo en riesgo el ahorro de millones de cuentahabientes, quienes contaban con un seguro de depósitos insuficiente y desfinanciado. Igualmente, en los años ochenta, las entidades que aligeraron los criterios de colocación (ante el aumento desbordado del costo de fondeo) y mantuvieron una estructura de capital insuficiente, terminaron intervenidas o liquidadas por las autoridades financieras. En este caso, Fligstein y Goldstein⁹² demuestran que aquellas entidades que tenían una participación en el fondeo más alta de la titularización hipotecaria también tenían una probabilidad menor de ser liquidadas.

1.1. La crisis de 2008 – 2009 y el rol de estabilizador de la titularización hipotecaria

Desde finales de los años ochenta, la banca tradicional tomó el liderazgo en la originación de crédito hipotecario en Estados Unidos. La mejor posición de balance sumada a los esfuerzos internacionales por fortalecer la gestión de riesgo de la banca comercial, particularmente por la limitación al apalancamiento y la mayor exposición de capital propio para absorber pérdidas por la actividad de intermediación, permitieron que los jugadores de mayor tamaño dominaran el mercado hipotecario por cerca de 30 años. Sin embargo, la sostenibilidad del modelo de financiación de vivienda se vio amenazada entre el año 2007 y 2009 a raíz de la “gran recesión global”, la cual tuvo su origen en la inapropiada utilización del mecanismo de titularización; el excesivo apalancamiento del sector vivienda en varias economías desarrolladas en los años previos estuvo acompañado del incremento acelerado del ahorro de los países emergentes generado por el favorable comportamiento del ciclo de las materias primas. La abultada liquidez coincidió con el fortalecimiento de la posición externa de estas naciones que, a su vez, condujo a la creación de una demanda espontánea por activos globales de alta confiabilidad, adecuados para operar como reserva de valor.

Ante la escasez de la oferta de títulos soberanos, la titularización adoptó el papel de creador de títulos de alta calificación derivados de la transformación de activos ilíquidos⁹³. La llegada de miles de millones de dólares a la financiación de vivienda significó un choque de oferta que se tradujo en la flexibilización de las condiciones de originación de los créditos y, por consiguiente, en la explosión de la demanda del crédito *subprime* (este tipo de créditos estaba orientado a la población con las condiciones de pago más vulnerables. Específicamente, se atendían personas de origen informal o de historial crediticio negativo, que no contaran con los ingresos suficientes para atender las obligaciones o con la documentación necesaria para certificar la solidez de su capacidad de pago).

En el año 2006, cerca de un cuarto de los créditos originados fueron destinados al segmento *subprime* (en los 15 años anteriores esta participación se encontraba entre 8% y 12%). Esta ampliación de la frontera de mercado fue soportada en, al menos, seis elementos: (i) la innovación financiera en los productos de crédito que facilitó el endeudamiento de

⁹² Fligstein N. and A. Goldstein (2012). “The Transformation of Mortgage Finance and the Industrial Roots of the Mortgage Meltdown”. RLE working paper #133-12. Recuperado de: <http://www.irlle.berkeley.edu/files/2012/The-Transformation-of-Mortgage-Finance-and-the-Industrial-Roots-of-the-Mortgage-Meltdown.pdf>

⁹³ Bernanke, B. (2010). “Rebalancing the Global Recovery”. Sixth European Central Bank Central Banking Conference. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.

los hogares (la originación de créditos en tasas semi-variables reducían el pago de las cuotas del crédito durante los primeros años, pero se ajustaban a tasas en condiciones de mercado una vez se alcanzaba cierta madurez); (ii) el crecimiento acelerado del mercado de segundas, terceras o más hipotecas (en 2006, la proporción de crédito para adquirir viviendas diferentes a la primera alcanzó el 33%); (iii) la creencia de que los precios de la vivienda estaban soportados en unos fundamentales de mercado sólidos que explicaban su tendencia positiva en el corto y mediano plazo; (iv) la consideración de independencia estadística de la dinámica de precios de vivienda en los diferentes mercados inmobiliarios del país; (v) la posibilidad de transformar el riesgo hipotecario indefinidamente a través de la estructuración de retitularizaciones, sin considerar del comportamiento de los activos subyacentes; y (vi) la creación de productos derivados con inadecuada valoración de los riesgos inherentes.

Durante el periodo 2005 – 2007 la posición de política monetaria tuvo un endurecimiento fuerte con el incremento de 400 puntos básicos en la tasa de intervención. El reajuste de las tasas comprometió la capacidad de pago de varios deudores vulnerables que tuvieron incrementos en sus cuotas mensuales de hasta 70%, lo que explicó, en parte, el crecimiento del indicador de la cartera vencida del 3% al 12% en el mismo periodo. Las dificultades de pago fueron potenciadas, además, por el aumento que se había registrado en el promedio de la relación del crédito al precio de la vivienda o *Loan-to-Value* (LTV, por sus siglas en inglés) entre 2002 y 2008 (la media pasó de 81% a 89%), particularmente para los segmentos de productos *subprime*. Para entonces, los precios de la vivienda se habían comenzado a corregir, por lo que para muchos deudores el saldo del capital aportado era negativo. Estratégicamente, resultaba más conveniente restituir el bien financiado a la entidad bancaria que mantener el pago corriente de la obligación. Se estima que entre 14% y 35% de los deudores que suspendieron los pagos hipotecarios durante la crisis, lo hicieron bajo el estatus de capital negativo⁹⁴. En total, cerca de seis millones de hogares perdieron su vivienda durante la crisis.

Una de las principales dificultades que desencadenó la crisis hipotecaria de Estados Unidos en 2008 – 2009 fue las debilidades de las hojas de balance de las entidades bancarias. Por un lado, el capital regulatorio resultó ser insuficiente y de mala calidad para absorber las pérdidas que se generaron por la materialización del riesgo de crédito (y eventualmente el riesgo de mercado) con un excesivo apalancamiento. Por otro lado, la excesiva liquidez internacional, que premiaba no solo los activos de alta calidad, sino también de alta liquidez, promovió el desarrollo de vehículos de inversión con recursos vista que fondeaban operaciones de largo plazo como las titularizaciones. Este descalce junto con la volatilidad en el origen de las fuentes de financiamiento, terminaron siendo elementos profundamente desestabilizadores del sistema financiero. Como resultado de la crisis varias entidades financieras tuvieron que ser rescatadas (algunas nacionalizadas) con recursos públicos, entre ellas, Freddie Mac y Fannie Mae ante la necesidad de cumplir con las garantías de capital de los diferentes procesos de titularización.

Si bien la titularización jugó un papel central en el desarrollo de los acontecimientos de dicha crisis, la evidencia mostró que el producto per se no resulta ser contrario a la estabilidad del sistema, puesto que, en la medida que se mantienen los incentivos alineados entre originadores e inversionistas, los abusos por la transferencia de riesgo no revelados o mal valorados son contenidos. De igual forma, la restricción a los procesos de retitularización

⁹⁴ Gerardi, K., K. Herkenho, L. Ohanian, y P. S. Willen (2013). “*Unemployment, Negative Equity, and Strategic Default*”. Working Paper. Federal Reserve Atlanta.

responden al entendimiento de que el riesgo inherente de los activos no desaparece por el hecho de expresar, al máximo, los flujos de caja subyacentes. Sin embargo, el principal legado de la crisis resulta en el reconocimiento de la titularización como un medio de promoción de la estabilidad financiera gracias a la incidencia que tiene sobre la originación de activos de calidad y sobre la contención del exceso de apalancamiento tanto de deudores como de entidades financieras.

El rol de la titularización como herramienta de diseminación de buenas prácticas de administración y originación hipotecaria fue recurrente en los veinte años que precedieron al siglo XXI, a través de las exigencias que se realizaban a los créditos en términos de tamaño, nivel de LTV, relación cuota a ingresos, valoración de activos, entre otros. Un análisis sobre las pérdidas materializadas por las titularizaciones (*private-label*) entre 1987 y 2013 muestra que el 65% de las emisiones (*Subprime, Jumbo o Alt A*) tuvieron pérdidas menores al 5% del total emitido⁹⁵. Esto significa que la calidad crediticia de los activos titularizados es el determinante principal del desempeño final de los valores derivados.

Una de las respuestas de política que tuvo lugar para superar la crisis de 2008 – 2009 fue la ampliación de la política de colaterales de los bancos centrales del mundo desarrollado, de tal forma que el alcance de las medidas adoptadas por las autoridades monetarias fuera lo suficientemente operativa y evitara la repetición de eventos críticos como la “Gran Depresión” de los años veinte. La expansión del número de activos admisibles como garantías de las Operaciones de Mercado Abierto (OMAs) y otras facilidades de crédito a más largo plazo, incluyó, de forma especialmente importante, la aceptación de productos titularizados (en particular titularizaciones hipotecarias) que permitieron garantizar la efectividad de los programas de provisión de liquidez, amortiguando la volatilidad excesiva que se originó en los mercados de valores ante dichos eventos estresados, así como impidiendo que faltantes de liquidez en jugadores críticos del sistema financiero se convirtieran en problemas de solvencia⁹⁶. La implementación del programa condujo a una transformación del paradigma central de la intervención monetaria⁹⁷, el cual se vio reflejado en el incremento desbordado del tamaño de la hoja de balance de los bancos centrales (entre 2008 y 2013, el valor de los activos de la Reserva Federal se multiplicó por 5, llegando a cerca de USD 4 billones. De estos, aproximadamente la mitad correspondían a activos respaldados en hipotecas⁹⁸).

La posición de la titularización como elemento dominante en la gestión monetaria de las economías ha sido esencial para reforzar el rol positivo de ésta, tanto en el fortalecimiento del canal crediticio como en la promoción de la estabilidad financiera. Por un lado, la creación de un comprador permanente de los títulos (el banco central) provee una liquidez en el sistema que implica un apalancamiento adicional de los mercados de crédito. Esta exposición de las autoridades monetarias ha sido importante para aumentar la efectividad en el cumplimiento de los objetivos de política debido a la posibilidad de intervenir directamente para acelerar la transmisión de las medidas convencionales y facilitar la implementación de políticas no convencionales (por ejemplo, a través de la participación en los mercados de referencia de las tasas de largo plazo)⁹⁹.

⁹⁵ Ospina, J. and H. Uhlig (2017). “*Mortgage-Backed Securities and the Financial Crisis of 2008: a Post Mortem*” Mimeo, University of Chicago.

⁹⁶ Bernanke, B. (2009). “*The Federal Reserve’s balance sheet: an up-date*”. Discurso de la Conferencia de la Reserva Federal sobre Asuntos Clave de la Política Monetaria. Washington, D.C.

⁹⁷ Bagehot, W. (1878). “*Lombard Street: A Description of the Money Market*”. C. Kegan Paul and Co.

⁹⁸ Pattipeilohy (2016) identifica cambios importantes en las composiciones de las hojas de balance de los bancos centrales, especialmente en economías desarrolladas, que en casos como el de Reino Unido, Hungría, Canadá, Suiza y Japón se deben en buena medida a la tenencia de instrumentos domésticos de deuda privada.

⁹⁹ Blanchard, O., Dell’Ariccia, G. y Mauro, P. (2010). “*Rethinking Macroeconomic Policy*”. Journal of Money, Credit and Banking, Supplement to Vol. 42, No. 6.

Por su parte, la injerencia de las autoridades monetarias en los mercados de valores (públicos y privados) permite disminuir la volatilidad del sistema no solo por la provisión de la liquidez requerida para su óptimo funcionamiento, sino también la influencia en el comportamiento de los agentes involucrados en el mercado. En particular, el banco central puede evitar conductas especulativas o errores en la valoración del riesgo si introduce, dentro de los colaterales aceptables en las operaciones monetarias, activos financieros no-tradicionales con condiciones estrictas de revelación de información y gestión del riesgo¹⁰⁰.

El volumen de este tipo de activos ocupó un espacio importante en el sistema financiero de las economías desarrolladas. Esto llevó a que, dada la enorme necesidad de liquidez del sistema, los bancos centrales modificaran su política de colateral para poder aceptar este tipo de activos que, de no ser elegibles, habrían generado fuertes presiones sobre la liquidez de fondeo de estos mercados. A su vez, la flexibilización en el tipo de colaterales aceptables se condicionó a unos mayores estándares de revelación de información, lo que facilitó la acción de los bancos centrales como prestamistas de última instancia.

1.2. La titularización hipotecaria como mecanismo de dinamización de la digitalización hipotecaria

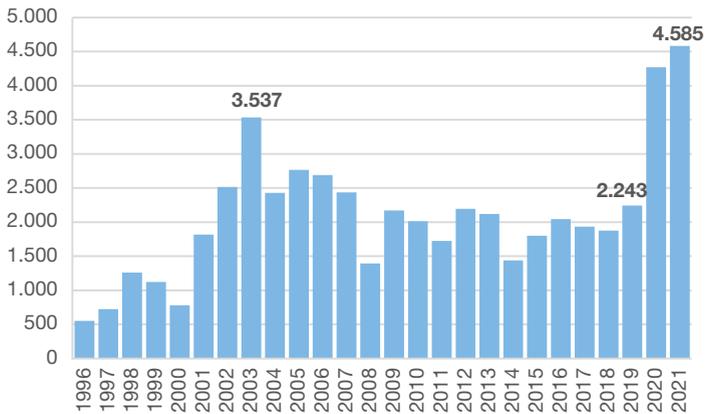
En los últimos doce años, el mercado hipotecario de los Estados Unidos ha tenido una transformación importante gracias al proceso de digitalización de la originación de créditos hipotecarios. En la actualidad, cerca del 70% de las obligaciones son originadas por entidades no vigiladas de base tecnológica que fondean su operación con titularizaciones hipotecarias estructuradas por las GSE. El caso más emblemático es el de *Rocket Mortgage*, el principal originador hipotecario con cerca del 8% de participación de mercado (USD 350 billones en desembolsos). Desde principios de los años 2000, la entidad inició un proceso de virtualización del trámite hipotecario mediante la utilización de un lenguaje simple que redujera las tensiones normales del proceso tradicional. Desde 2015, el proceso de aplicación y aprobación de un crédito hipotecario es completamente digital (*end-to-end*) y tarda solo unos minutos (en contraste con las varias semanas que podía demorar con la banca tradicional).

La pandemia ocasionada por el COVID-19 muestra el importante avance en términos de calidad de originación de los créditos hipotecarios. Durante el periodo comprendido entre enero de 2020 y enero de 2022, el indicador de mora de la cartera de vivienda alcanzó un máximo de 2,85%, muy lejos del 10,36% registrado en plena crisis a principios de año 2010. El comportamiento de este indicador no estuvo afectado por las medidas de alivio que se tomaron con ocasión de la pandemia, las cuales facilitaban periodos de gracias hasta por 12 meses para los deudores que tuvieran dificultades económicas derivadas del choque súbito de la pandemia, puesto que, en total, solo el 7,64% de los créditos solicitaron algún tipo de alivio; en general, los flujos derivados de la deuda hipotecaria se mantuvieron al corriente, por lo que el comportamiento de los títulos hipotecarios registraron un desempeño mejor que el esperado (la disminuciones de calificación casi que fueron nulas en el periodo).

¹⁰⁰ Zorn, L. and García, A. (2011). "Central Bank Collateral Policy: Insights from Recent Experience". Bank of Canada Review. Spring 2011. Pág. 37 – 45.

Gráfica 2

Emisiones de títulos hipotecarios en Estados Unidos



Fuente: SIFMA.

Desde mediados de 2020, la titularización hipotecaria ha tenido un auge extraordinario producto de la dinámica del mercado inmobiliario en los Estados Unidos. La Gráfica 3 muestra el volumen de emisiones en los últimos 20 años. En este periodo, las ventas anuales de vivienda nueva superaron el millón de unidades, una cifra considerablemente superior al promedio de 700 mil unidades al año que se registraban con anterioridad a la pandemia. El comportamiento de las tasas de interés y el exceso de liquidez de los hogares producto de los cambios en los patrones de consumo, así como las ayudas gubernamentales, explican en buena medida el dinamismo de la demanda. Este fenómeno tuvo como consecuencia el incremento acelerado de los precios de la vivienda, el cual mostró un acumulado cercano al 40% en los últimos dos años. Sí bien estos niveles prenden alarmas sobre el posible estallido de una burbuja inmobiliaria, es importante destacar que la exposición de riesgo del sistema es considerablemente más contenida que en 2008 – 2009, como resultado del menor apalancamiento de los hogares, la mayor exposición de los deudores, la disminución de compras especulativas (segundas, terceras hipotecas) y la caída en la participación de mercado de los créditos *subprime*.

1.3. La titularización en Europa

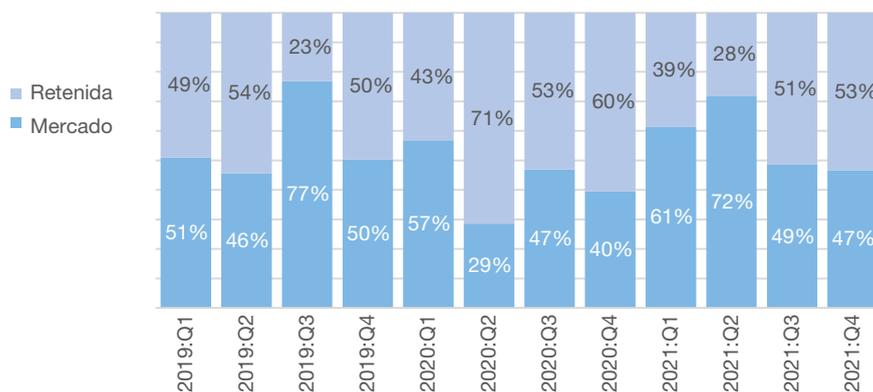
La titularización hipotecaria en Europa en el periodo anterior a la crisis de 2008 tuvo un papel menos prominente que el registrado en Estados Unidos. No obstante, algunos mercados periféricos como España, Portugal, Italia e Irlanda (y otros centrales como Países Bajos) lograron desarrollar un mercado de titularizaciones profundo, que llegó a representar entre el 20% y el 35% del fondeo total de la financiación hipotecaria. En principio, el crecimiento elevado del mercado hipotecario estuvo soportado en la acelerada consolidación del mercado de captaciones trasfronterizas que se había creado a propósito de la integración monetaria. Por ejemplo, la profundidad del crédito hipotecario en España entre 1992 y 2002 pasó de 18% a 41% del PIB. Sin embargo, los excesos de liquidez internacional (más allá de la unión) generaron una fuerte presión en la demanda de productos estructurados (similar al proceso vivido en Estados Unidos) que derivó en un aumento aún mayor y más acelerado de la financiación de vivienda. Para 2008, la deuda hipotecaria española

representaba el 85% del producto¹⁰¹. La desalineación del mercado de vivienda ante una oferta exuberante (en 2005, España construía más de 700 mil unidades de vivienda al año, lo cual era superior a lo que se desarrolló en Alemania, Francia e Italia juntas) y el agotamiento estructural de la demanda, condujeron a la explosión de la burbuja en los precios de la vivienda y, en consecuencia, al estallido de la crisis económica.

Dado que el sistema financiero en general presentaba una posición de balance frágil, en especial por la alta dependencia a fuentes de fondeo inestables de corto plazo y la magra capitalización de las entidades, el Banco Central Europeo y el *Bank of International Settlements* (BIS) iniciaron un proceso de posicionamiento de la titularización hipotecaria como un mecanismo catalizador de la política monetaria, a la vez que se consolidaba como un instrumento amortiguador de los choques desestabilizadores del sistema financiero. Desde la autoridad monetaria, con la ampliación del abanico de activos elegibles en su política de colateral y el crecimiento de la posición propia del banco, los productos estructurados del sector hipotecario se convirtieron en el principal valor de transmisión de liquidez para la revitalización del canal de crédito con fondeo directo del balance del banco central. La posibilidad de acceder a tasas pasivas (incluso negativas) mediante la ventanilla de redescuento del banco central por medio de titularizaciones, generó un impulso a las emisiones hipotecarias que eran retenidas en el balance de las entidades bancarias (Gráfica 3) como un mecanismo de gestión de la liquidez.

Gráfica 3

Destinación de la colocación de emisiones de títulos hipotecarios en Europa



Fuente: AFME.

La aceptación de una mayor exposición del banco central al riesgo hipotecario fue lograda gracias al desarrollo del estándar de emisiones simples, transparente y estandarizadas (STS, por sus siglas en inglés) que se adoptó desde mediados de la década anterior. En resumen, los papeles admisibles deberían cumplir con condiciones como la transferencia significativa de riesgo (SRT, por sus siglas en inglés), la venta cierta y separación patrimonial, la no titularización de otros títulos hipotecarios, altos estándares de revelación de información, criterios estandarizados de selección de hipotecas, estructuras financiera

¹⁰¹ Carbó, S. y F. Rodríguez (2013). "The Spanish mortgage debt market: Key features and considerations for regulatory reforms". Recuperado de: https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS_SEFO/006art03.pdf

tipo *plain vanilla*, entre otros, los cuales tuvieron un efecto adicional sobre el rol de la titularización hipotecaria como fuente de estabilidad del sistema financiero.

La retención de los títulos en el balance de las entidades motivó el surgimiento de un producto de gestión de capital denominado titularizaciones sintéticas. En la medida que los requerimientos de capital sobre las carteras o los títulos retenidos fueron incrementados y comenzaron a afectar los delgados márgenes de las entidades bancarias, se desarrolló dicha figura como un mecanismo para transferir riesgos fuera de balance sin que esto implicara la venta de los activos como en la titularización tradicional. Básicamente, los inversionistas de una titularización sintética asumen las pérdidas realizadas por la materialización del riesgo de crédito, por lo cual reciben un rendimiento derivado del pago de unas comisiones similares a las primas de seguro. En dicho proceso, los inversionistas deben asegurar una especie de “reserva técnica” o fondo de garantía de donde sale la liquidez en caso de materializar el riesgo. Este producto ha tenido un despliegue importante en los últimos tres años, el cual ha tenido beneficios importantes en la optimización del uso del capital bancario.

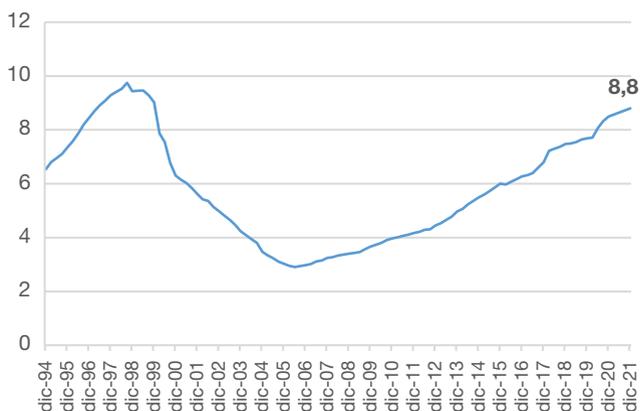
Por el lado de la regulación financiera internacional, la implementación de los lineamientos de Basilea III tuvieron un impacto importante en la dinamización de la titularización hipotecaria en particular. Por un lado, el desarrollo del Coeficiente de Fondo Estable Neto (CFEN) que pretende disminuir el fondeo de las entidades bancarias a fuentes del mercado mayorista de corto plazo (altamente desestabilizadoras) terminó premiando las operaciones de titularización tanto por la mayor ponderación como fondeo disponible (en la medida que supera el umbral de 1 año), así como por el menor requerimiento de fondeo estable cuando reposan en el portafolio de inversión de las entidades (versus los carteras de crédito). Por otra parte, la implementación del Indicador de Riesgo de Liquidez (IRL) que garantiza la liquidez suficiente de las entidades bancarias ante paradas súbitas de los flujos de ingreso a diferentes ventanas de tiempo, tienen un tratamiento privilegiado para la titularización debido a su amplia admisibilidad en las facilidades monetarias de los bancos centrales (normalmente son consideradas Activos Líquidos de Alta Calidad). En países como Reino Unido, España, Canadá y Australia, la titularización se ha convertido en un instrumento de gestión para el cumplimiento de estos indicadores.

2. La titularización hipotecaria en Colombia

Luego de más de dos décadas de expedida la Ley de Vivienda (546 de 1999), el balance del sector hipotecario en Colombia es muy positivo. No solo se recuperó el crecimiento de la cartera relativo al tamaño de la economía (luego de alcanzar un mínimo cercano al 3% del PIB en 2006, este indicador ha crecido de forma constante hasta llegar, hoy, a un nivel próximo al 9% del PIB – Gráfica 4), sino que también se mejoró considerablemente la resistencia de la industria hipotecaria a choques macroeconómicos negativos (el deterioro de la cartera de vivienda en los periodos de desaceleración de la economía registrados en 2008 – 2009, 2015 – 2017 y 2020 fue marginal). Esta dinámica de crecimiento con estabilidad ha permitido la originación de más de 2 millones de operaciones de crédito habitacional (53% de Vivienda de Interés Social - VIS), lo cual ha repercutido en la modernización del paisaje urbano de las ciudades colombianas, que hasta hace pocos años se caracterizaban por su predominancia informal.

Gráfica 4

Cartera hipotecaria con relación al tamaño del PIB en Colombia



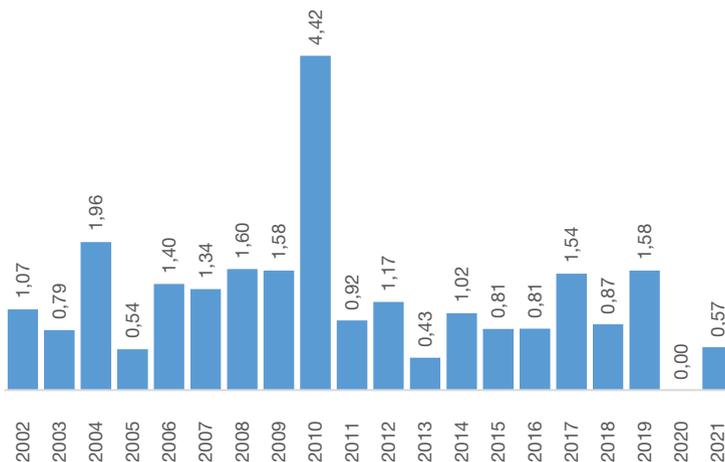
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia y DANE.

Uno de los protagonistas silenciosos de esta transformación ha sido la titularización hipotecaria. En los últimos 20 años en Colombia se han realizado cerca de 70 emisiones de cartera de vivienda por COP 25 billones, es decir, una sexta parte de los recursos desembolsados en ese periodo (Ver Gráfica 5). Esta situación ha permitido que los títulos hipotecarios se hayan convertido en la clase de activo más dinámico del mercado de deuda privada, lo que ha facilitado la exposición de los ahorradores colombianos en fondos de pensiones o fondos de inversión a los rendimientos estables del sector de vivienda. El favorable desarrollo de la titularización hipotecaria ha generado varios beneficios a nivel sectorial y macroeconómico. En primera instancia, la vulnerabilidad sistémica de la industria bancaria a situaciones adversas en el sector de vivienda se redujo considerablemente. Por ejemplo, el riesgo de mercado, que hasta los años noventa era completamente asumido por los deudores hipotecarios (directamente), se ha logrado trasladar, a los inversionistas institucionales (que tienen una mayor capacidad para gestionarlo). Igualmente, la titularización contribuyó al fortalecimiento de los balances de las entidades financieras en medio de la crisis del UPAC. La venta de carteras vigentes y morosas representó el acceso a recursos líquidos que evitaron reversiones de la solvencia bancaria.

Es importante resaltar que el apalancamiento del sector hipotecario fuera de balance no ha representado un exceso del endeudamiento de los hogares. A diferencia de lo ocurrido en países como Estados Unidos, Reino Unido y España, donde los precarios procesos de estructuración de las emisiones hipotecarias condujeron a engendrar la crisis del 2008 – 2009 ante la desalineación de los intereses de los originadores, inversionistas y deudores, en Colombia la titularización tiene un registro perfecto en el pago de los títulos, gracias a la transparente estructura de incentivos, el desarrollo de la administración maestra de los activos subyacentes y la adecuada originación y administración de las carteras. Esta situación es destacable incluso con lo ocurrido en la crisis desatada por el COVID-19, donde el 64% de los créditos hipotecarios del país se acogieron a algún tipo de alivio temporal. El recorte súbito de los flujos de caja de las emisiones no afectó los pagos contractuales de los títulos, gracias a que el exceso de cobertura con que se originan ha creado unos colchones en la estructura de capital de las emisiones. Como resultado, ninguna de los títulos colocados en el mercado tuvo una rebaja de calificación crediticia.

Gráfica 5

Emisiones de títulos respaldados con Cartera hipotecaria en Colombia



Fuente: Titularizadora Colombiana.

Por otra parte, la titularización de créditos de vivienda también tuvo una influencia importante en la disminución de las tasas de colocación de los créditos hipotecarios durante las últimas dos décadas, las cuales se redujeron en más de 1.000 puntos básicos (un alivio en la cuota mensual para los deudores cercano al 50%). El desarrollo de los títulos hipotecarios estuvo íntimamente ligado a este fenómeno debido, al menos, a tres elementos:

- a) La vinculación al mercado de capitales obligó al sistema de financiación de vivienda a establecer una tasa de mercado de referencia. Esto implicó que las tasas de largo plazo de la economía, en particular las de deuda pública, marcaran un piso para el fondeo de las hipotecas en el país. Los avances macroeconómicos y fiscales logrados durante las dos décadas anteriores condujeron a una disminución estructural de la curva de rendimientos del país, la cual logró ser completamente trasladada a las tasas hipotecarias por intermedio de la titularización. De no haber existido un fondeo de largo plazo, la transmisión de la menor tasa real de la economía no habría sido ni completa ni rápida. Incluso, la titularización facilitó una disminución en la percepción del riesgo hipotecario en general: mientras en el 2.000 el margen entre las tasas de interés hipotecarias y el rendimiento soberano era cercano a los 1.000 puntos básicos, actualmente, este spread se ha reducido a menos de 300 puntos básicos en promedio (de hecho en mayo de 2022, el margen entre la deuda soberana de 10 años y la tasa de interés hipotecaria pasó a ser negativo, dado el aumento acelerado de la valoración del riesgo del gobierno colombiano).
- b) En el año 2006 las entidades de crédito trasladaron todo el valor agregado (beneficio económico) que les generaba la titularización hipotecaria a los deudores en forma de tasa, lo cual generó la primera “guerra” entre colocadores hipotecarios en el periodo poscrisis. Esto permitió que se revitalizara la financiación de vivienda y que por primera vez en la historia los hogares pagaran una tasa por el crédito de vivienda

inferior al 1% mensual vencida. Además, con el costo de fondeo estable que se logró con la emisión de títulos a tasa fija, la industria hipotecaria pudo estructurar los créditos en pesos con cuotas fijas durante toda la vida del crédito. Este hito fue muy importante para dinamizar el sector, puesto que en la memoria colectiva todavía reposaba la incertidumbre en el flujo de amortización de los créditos del sistema UPAC.

- c) La disminución en las tasas hipotecarias también se vio beneficiada por el desarrollo de estándares comunes de originación y administración de los créditos que se promovieron con el surgimiento de la titularización hipotecaria. Gracias a esto, se pudo homogenizar varios de los documentos de soporte como pagarés o avalúos, así como la implementación de mejores prácticas en términos de cobranza administrativa y jurídica entre otros avances. Esta situación, permitió mitigar el riesgo de crédito de las hipotecas, beneficio que también le fue trasladado a los deudores en una menor tasa.

Desde inicios del año 2021, el mercado de vivienda en Colombia ha registrado máximos de ventas en número de unidades inmobiliarias. En total se han logrado comercializar cerca de 500 mil viviendas, 70% de las cuales corresponden a VIS. Este dinamismo también ha venido acompañado por la originaciones hipotecarias en el mismo periodo, las cuales alcanzaron aproximadamente COP 50 billones. La buena evolución del mercado de vivienda se explica en la efectividad de la política pública mediante la aplicación de las diferentes familias de subsidios, la disminución de la tasa nominal y real de los créditos hipotecarios y la mejora reciente de los *cap rates* en ciertos productos inmobiliarios.

Cuadro 2. Titularizadora Colombiana

La Titularizadora Colombiana fue fundada en el año 2001 como respuesta a la crisis económica que había desatado el resquebrajamiento del sistema de financiación de vivienda UPAC a finales de los años noventa. La entidad se creó como un esfuerzo conjunto de los principales bancos hipotecarios (Banco AV Villas, Bancolombia, Banco Caja Social, Banco Colpatria y Banco Davivienda) y la *International Finance Corporation (IFC)* con el propósito de establecer un mecanismo de captación de largo plazo para el fondeo de los créditos de vivienda, de tal manera que los descalces desestabilizadores entre el pasivo y el activo de las hojas de balance de las entidades financieras pudieran ser gestionados y, así, reducir la posibilidad de encontrar nuevas crisis financieras.

Los 21 años de existencia de la Titularizadora Colombiana han estado marcados por una experiencia exitosa: no solo el sector hipotecario no ha vuelto a ser protagonista de nuevos episodios negativos en el crecimiento económico del país, gracias a la permanente introducción de elementos innovadores a las estructuras de los títulos, así como la promoción de mejores prácticas de administración y originación de los créditos, sino también ha permitido acceder a vivienda propia a más de 400.000 familias colombianas. En este periodo, Los títulos derivados de estas operaciones han tenido un comportamiento óptimo: no se ha materializado el incumplimiento de ninguna de las obligaciones.

La Titularizadora Colombiana ha logrado exportar a otros países de la región como Perú y República Dominicana su modelo de negocio. En el exterior se han realizado emisiones por más de USD 60 millones. Por otra parte, desde el año 2015, la compañía ha realizado procesos de titularización con carteras de consumo (libranza), vehículos y redescuento.

El desarrollo de estos instrumentos ha facilitado la entrada de originadores no bancarios, lo que ha fortalecido el ecosistema de crédito, en especial, para hogares con menores ingresos. En total se han logrado canalizar más de 500.000 millones del mercado de valores a este segmento con tasas competitivas de mercado.

En el año 2018 se emitió la titularización inmobiliaria (títulos participativos) que han permitido la exposición a los flujos de caja derivados de rentas y valorizaciones de activos como oficinas, locales comerciales y bodegas. Este vehículo tuvo un comportamiento muy favorable durante la reciente coyuntura provocada por el COVID-19, ante las tensiones sobre la demanda estructural de espacio inmobiliario que se derivaron. En general, los rendimientos, la vacancia, y el valor de los títulos mostraron un adecuado resultado dada la magnitud del choque.

Hacia delante, la Titularizadora Colombiana planea incrementar el desarrollo de otro tipo de emisiones con diversos activos subyacentes como otras carteras de consumo (créditos de libre inversión, tarjetas de crédito), créditos comerciales a PYMES, créditos para la financiación de infraestructura y construcción de edificaciones, así como la titularización de flujos futuros en sectores como la energías renovables o los marginales de recaudo del impuesto predial originados en la renovación urbana.

3. El futuro de la titularización hipotecaria

Hacia el futuro, la titularización hipotecaria cobrará más vigencia que en el pasado. Se estima que los próximos 10 años la cartera hipotecaria crezca en términos absolutos un poco más de COP 100 billones (hoy se suma COP 95 billones) para financiar cerca de 2,5 millones de operaciones de crédito. Estas cifras representan un desafío importante para la industria tanto en el volumen de recursos de fondeo que se requieren, como en la capacidad de mantener las tasas de interés en niveles competitivos. Si no se vincula de forma eficiente al mercado de capitales, es posible que el límite de financiación esté dado por la dinámica de la captación tradicional de las entidades de crédito, lo cual implica sacrificar entre un 25% y 30% del crecimiento potencial. Esto no solo tendría consecuencias para el negocio bancario, sino también, para la actividad económica en general. Se calcula que el crecimiento económico podría disminuirse entre un 0,2% y 0,3% por año de no lograrse la canalización de recursos suficientes.

La restricción de recursos para el sector hipotecario desde el balance de las entidades de crédito puede ser incluso superior dada la implementación de los lineamientos regulatorios de Basilea III en el país, en especial, del CFEN. En Colombia, el 25% del pasivo de captación de los bancos proviene de dicho mercado. A marzo de 2022, 40% de las entidades en pleno cumplimiento se ubican con niveles de CFEN por debajo del 110%, lo que ha desencadenado un proceso agresivo de captación con la consecuente desalineación de las tasas. De cualquier forma, los ajustes para cumplir con las disposiciones del CFEN implicarán un uso más activo de la titularización hipotecaria.

El crecimiento del sector hipotecario puede acelerarse de concretarse algunos cambios en el marco institucional que restringen su dinámica. En particular: (i) los techos a las tasas

de interés hipotecarias (con aplicación retroactiva); (ii) la ineficiencia del aparato jurídico para restituir las garantías hipotecarias; y (iii) la inseguridad jurídica y las penalidades de los prepagos tienen una carga económica importante que afecta la viabilidad del negocio. Sí solo se ajustarán los tiempos de la ejecución de las garantías, la tasa de crecimiento del sector podría incrementarse en un 50% (el cambio en el procedimiento de restitución en Brasil supuso cambiar la tasa de crecimiento de la cartera, que en promedio aumentaba entre 1% - 5% anual, al 25% por año), lo que significaría recursos adicionales por COP 50 billones en 10 años. Este crecimiento en el margen significaría la intensificación del levantamiento de recursos a través de la titularización hipotecaria.

A nivel internacional la titularización hipotecaria mantendrá su rol preponderante como canalizador de recursos al sector vivienda y mecanismo de promoción de estabilidad financiera. La implementación de procesos tecnológicos como el Big Data, la inteligencia artificial y el Blockchain jugarán un papel activo en la originación y administración de créditos hipotecarios, así como en la estructuración y distribución de titularizaciones. En particular, la tokenización de los activos subyacentes facilitará la emisión de valores debido a la minimización de los costos fijos que se incurren en la operación, así como en la posibilidad de atraer el apetito de inversionistas con menores montos de inversión. De igual forma, la titularización hipotecaria jugará un nuevo rol en la transición energética del sector de finca raíz a nivel internacional. Dado que los edificios son responsables del 40% de las emisiones de gases de efecto invernadero, las exigencias para cumplir con los criterios técnicos de sostenibilidad de las garantías en los procesos de titularización por parte de los inversionistas institucionales, se harán más vehementes con el tiempo. El mercado de capitales será una herramienta indispensable para combatir el cambio climático con acciones concretas.

Uno de los elementos dinamizadores del mercado de titularizaciones no hipotecarias en Colombia hacia adelante fue propuesto en el documento de La Misión del Mercado de Capitales (MMC). El desarrollo de varias clases de activos respaldados por subyacentes de origen estatal, particularmente las carteras de crédito de las entidades públicas vigiladas (Findeter, Bancoldex, Finagro, Banco Agrario, Icetex), así como flujos futuros en el sector de transporte (peajes, aeropuertos) o salud, podrían ser una forma eficiente de superar las restricciones presupuestales que enfrenta el Gobierno Nacional en la presente coyuntura por un lado, y por otro, liberar de recursos atrapados en balance de entidades públicas podría desencadenar un ciclo positivo en el canal de crédito del país. La MMC recomienda que el Gobierno Nacional diseñe una política pública que incentive la movilización de activos propios al mercado de capitales y un mecanismo que permita cubrir riesgo de crédito mediante el otorgamiento de garantías públicas que podría ser administrado por el Fondo Nacional de Garantías (FNG) o una entidad especializada creada con dicho propósito. Se calcula que este mercado podría dinamizar ente COP 1 billón y COP 2 billones al año.

4. Conclusión

La titularización hipotecaria ha jugado un rol determinante dentro del proceso de modernización de la financiación de vivienda a nivel internacional, el cual ha permitido que el crecimiento de la cartera en la última década haya sido acelerado, pero con un sesgo importante hacia la estabilidad financiera. Sin embargo, el porvenir de este mecanismo de financiación luce fundamental para la supervivencia de la democracia liberal, en la medida que no solo facilita el crecimiento de la base de propietarios en la sociedad, sino también permite suavizar el ciclo económico y disminuir la probabilidad de crisis profundas. La mayor participación del mercado de capitales en la financiación de vivienda será fundamental en la transición energética de la humanidad.

En Colombia, la titularización ha facilitado la modernización del sector hipotecario que estuvo amenazado de muerte, luego de la crisis desatada por el sistema UPAC a finales de los noventa. Gracias a la innovación en las estructuras se logró el desarrollo de elementos centrales en la dinamización del crédito de vivienda como las obligaciones de cuotas fijas o el fortalecimiento del vínculo entre las tasas de interés hipotecarias y las de largo plazo de la economía. Además, las mejores prácticas en originación y administración que han sido fomentadas por la titularización, sumado a los lineamientos macroprudenciales en cuanto a los parámetros para el desembolso de los créditos, condujo a que el sector hipotecario redujera su naturaleza procíclica y se convirtiera en un elemento para el suavizamiento del ciclo económico colombiano.

La titularización de otros activos diferentes a las hipotecas será determinante en el desarrollo del mercado de capitales en Colombia hacia el futuro. Dado el nivel de profundidad relativamente bajo en términos de financiación de PYMES, las necesidades de fondeo para el desarrollo de la infraestructura física, el cumplimiento de los lineamientos de regulación financiera internacional y las restricciones fiscales que enfrenta el Gobierno Nacional, la consolidación de varias clases de activos que tengan movilidad no solo local, sino internacional, es fundamental para fortalecer la tasa de crecimiento económico potencial de la economía. De no darse la dinámica estimada en estos sectores, el sacrificio en desarrollo económico será materialmente significativo.

Referencias

- Ambrose BW, LaCour-Little M, Sanders AB. 2005. *“Does regulatory capital arbitrage, reputation, or asymmetric information drive securitization?”* J. Financ. Serv. Res. 28(1–3):113–33
- Andriansyah, A. y G. Messinis (2014). *“Equity Markets and Economic Development: Does the Primary Market Matter?”* Economic Record 90 (s1): 127–41.
- Bagehot, W. 1878. *“Lombard Street: A Description of the Money Market”*. C. Kegan Paul and Co
- Banco Central Europeo (2017). *“Financial Stability Review 2017”*.
- Becker, B. y V. Ivashina (2014). *“Cyclicality of Credit Supply: Firm Level Evidence.”* Journal of Monetary Economics 62: 76–93.
- Bernanke, B. (2009). *“The Federal Reserve’s balance sheet: an up-date”*. Discurso de la Conferencia de la Reserva Federal sobre Asuntos Clave de la Política Monetaria. Washington, D.C.
- Bernanke, B. (2010). *“Rebalancing the Global Recovery”*. Sixth European Central Bank Central Banking Conference. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System
- Blanchard, O., Dell’Ariccia, G. y Mauro, P. (2010). *“Rethinking Macroeconomic Policy”*. Journal of Money, Credit and Banking, Supplement to Vol. 42, No. 6.
- Carbó, S. y F. Rodríguez (2013). *“The Spanish mortgage debt market: Key features and considerations for regulatory reforms”*. Recuperado de: https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS_SEFO/006art03.pdf
- Da, E. P (1996). *“The Role of Institutional Investors in the Evolution of Financial Structure and Behaviour.”* Proceedings of the Future of the Financial System Conference, Reserve Bank of Australia, 49–99.
- Demirgüç-Kunt, A. y V. Maksimovic (1996). *“Stock Market Development and Financing Choices of Firms”*. World Bank Economic Review 10 (2): 341–69.
- Fligstein N. and A. Goldstein (2012). *“The Transformation of Mortgage Finance and the Industrial Roots of the Mortgage Meltdown”*. RLE working paper #133-12. Recuperado de: <http://www.irl.berkeley.edu/files/2012/The-Transformation-of-Mortgage-Finance-and-the-Industrial-Roots-of-the-Mortgage-Meltdown.pdf>
- Gerardi, K., K. Herkenho, L. Ohanian, y P. S. Willen (2013). *“Unemployment, Negative Equity, and Strategic Default”*. Working Paper. Federal Reserve Atlanta.
- Goodfriend, Marvin, and Robert G. King. *“The Incredible Volcker Disinflation.”* Journal of Monetary Economics 52, no. 5 (July 2005): 981-1015.

- Hendershott PH, Shilling JD. 1989. *“The impact of the agencies on conventional fixed-rate mortgage yields”*. J. Real Estate Finance Econ. 2(2):101–15
- Kaserer, C. y M. Rapp (2014). *“Capital Markets and Economic Growth: Long-Term Trends and Policy Challenges.”* Alternative Investment Management Association research report.
- Kolari JW, Fraser DR, Anari A. 1998. *“The effects of securitization on mortgage market yields: a cointegration analysis”*. Real Estate Econ. 26(4):677–93
- Laeven, L. 2014. *“The Development of Local Capital Markets: Rationale and Challenges.”* IMF Working Paper 14/234, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Lehnert A, Passmore W, Sherlund SM. 2008. *“GSEs, mortgage rates, and secondary market activities”*. J. Real Estate Finance Econ. 36:343–63
- Ley 546 de 1999 en: http://www.secretariasenado.gov.co/senado/basedoc/ley_0546_1999.html
- McConnell J. y S. A. Buser (2011). *“The Origins and Evolution of the Market for Mortgage-Backed Securities”*. Annual Review of Financial Economics 3:1, 173-192
- Ospina, J. and H. Uhlig (2017). *“Mortgage-Backed Securities and the Financial Crisis of 2008: a Post Mortem”* Mimeo, University of Chicago.
- Pattipeilohy, C. 2016. *“A comparative analysis of developments in central bank balance sheet composition”*. BIS Working Paper No 559
- Todd S. 2001. *“The effects of securitization on consumer mortgage costs”*. Real Estate Econ. 29(1):29–54
- Zorn, L. and García, A. 2011. *“Central Bank Collateral Policy: Insights from Recent Experience”*. Bank of Canada Review. Spring 2011. Pág. 37 – 45.

7

Capítulo

Avances y retos en el Mercado de Capitales colombiano

Autor: Camilo José Hernández López



1. Introducción y contexto

Contar con un mercado financiero profundo, eficiente y desarrollado, tiene una relación directa con mejores oportunidades de crecimiento, mayor productividad, mejora del bienestar y nivel de vida de los habitantes y, en general, con el desarrollo de los sistemas productivos de un país.

En el informe final de la Misión del Mercado de Capitales (2019)¹⁰² se destaca que en los mercados financieros se desarrollan diferentes actividades que aportan al desarrollo de la economía, entre ellas, la oferta de productos y servicios que facilitan el ahorro de corto y largo plazo; el financiamiento de la inversión y el consumo, para las empresas y para los consumidores; y la habilitación de canales de transferencia de riesgos entre los diferentes agentes de la economía.

Estos aportes del sector financiero a la economía, ocurre a la par que las entidades que lo conforman y los productos y servicios que ofrecen son objeto de importantes transformaciones asociadas con la digitalización y el desarrollo de nuevas tecnologías; el uso de una mayor cantidad de información; la entrada de nuevos participantes; mayor conectividad y auge de nuevos modelos de negocios; lo que ha generado una evolución del sector que se refleja en la ampliación de la oferta de productos; perfilamiento de los clientes; masificación mediante el uso de nuevos canales y formas de intermediación; generación de economías de escala y reducción de costos de transacción, entre otros¹⁰³.

Esta forma de evolución del sector genera desafíos y retos en materia de regulación, competencia, organización de los mercados, estructura, administración de riesgos, y protección de los consumidores, así como la necesidad de establecer límites o reglas para la eliminación de asimetrías o reducción de arbitrajes regulatorios, entre otros aspectos. Todos estos desafíos fueron abordados en el Documento de “*Política pública para un mayor desarrollo del sistema financiero*”¹⁰⁴, el cual contiene una hoja de ruta a desarrollar durante los próximos años que le apunta a contar con un sector financiero acorde de este nuevo entorno y a las necesidades de nuestra economía.

En este sentido, es importante resaltar el comportamiento del mercado de capitales colombiano, el cual hoy cuenta con bases sólidas producto de un marco regulatorio robusto; un esquema de supervisión sólido y basado en riesgos; una infraestructura integrada y con tecnología de punta; una institucionalidad propicia para el desarrollo e integración; y unos agentes dispuestos a crear nuevos modelos de negocio; y que se caracteriza por una dinámica de evolución creciente, lo cual evidencia la necesidad de una constante revisión y análisis de su marco regulatorio con miras a preservar su estabilidad, desarrollo y consolidación.

Con este propósito, en los últimos años el Gobierno nacional ha impulsado diversas propuestas normativas que buscan optimizar la oferta y la demanda, y lograr una mayor y mejor revelación de información, así como generar mejoras en la prestación de los servicios de las infraestructuras. A continuación, expondremos con mayor detalle las principales acciones que ha venido desarrollado el Gobierno nacional para lograr un mercado de capitales más profundo, inclusivo y dinámico.

¹⁰² Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera - URF (2019). Informe Final de la Misión del Mercado de capitales. Recuperado de: https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC_CLUSTER-119774%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased

¹⁰³ Banco de Pagos Internacionales - BIS (julio 13 de 2021). “*Fintech and the digital transformation of financial services: implications for market structure and public policy*”. Recuperado de: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap117.htm>

¹⁰⁴ Ministerio de Hacienda y Crédito Público - MHCP (octubre de 2020). Recuperado de: https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC_CLUSTER-148012%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased

En este capítulo, además de la presente introducción y contexto, abordaremos las siguientes temáticas: a) una revisión de hechos estilizados en el mercado de capitales local, b) las principales recomendaciones y avances de la Misión del Mercado de Capitales (2019) para este mercado, c) el desarrollo e implementación de acciones del documento de política sectorial, d) los retos para consolidar un mercado de valores dinámico y profundo, así como, e) algunas consideraciones finales.

2. Hechos estilizados del mercado de capitales en Colombia

Para caracterizar el mercado de valores colombiano es importante analizar su nivel profundidad, liquidez y desarrollo, específicamente en aspectos tales como el número de emisores, la capitalización bursátil como porcentaje del PIB, el *stock turnover ratio*, el número de ofertas públicas en el mercado primario y en el segundo mercado, y el número de fondos de inversión colectiva.

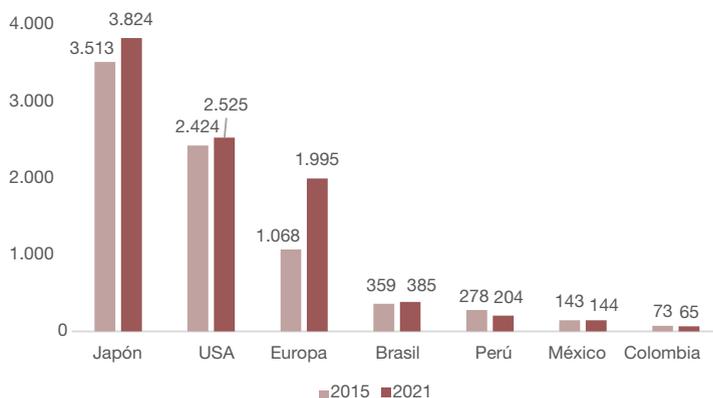
2.1. Emisores y capitalización bursátil

Colombia cuenta con un grupo de emisores relativamente pequeño si se compara con las compañías listadas en pares de la región y en economías desarrolladas como las de Estados Unidos y Japón (Gráfica 1). La tendencia en el país es decreciente y se profundiza teniendo en cuenta que en los últimos años se han retirado del mercado de renta variable empresas mediante la realización de Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs).

Para atender esta problemática, el Gobierno Nacional ha desarrollado diferentes iniciativas tendientes a promover que más empresas puedan acceder al mercado de capitales y a canales de financiación alternativos diferentes al intermediado. De estas iniciativas se destaca el nuevo régimen de revelación de información y la autorización a las Sociedades Anónimas Simplificadas (SAS) para emitir bonos en el segundo mercado y desarrollar productos que complementen la curva de financiamiento empresarial. En esta medida, las empresas pueden acceder a una variedad de productos financieros y obtener nuevas fuentes de fondeo.

Gráfica 1

Emisores en diferentes jurisdicciones



Fuente: World Federation Exchange (WFE) Cifras a diciembre de 2021.

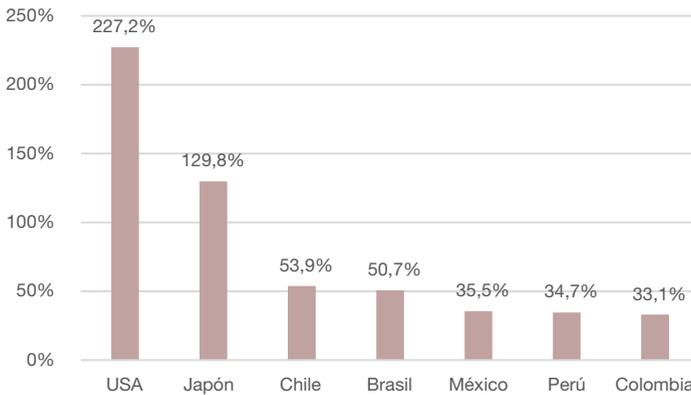
2.2. Capitalización bursátil como porcentaje del PIB

En cuanto a la capitalización bursátil como porcentaje del PIB (Gráfica 2), el mercado de capitales colombiano tiene un nivel de profundización del 33,1% para el año 2021¹⁰⁵, en niveles similares a los de jurisdicciones como México y Perú, inferiores a jurisdicciones de la región como Chile y Brasil y lejos de economías desarrolladas como las de Estados Unidos y Japón.

De acuerdo con información de la Bolsa de Valores de Colombia, a diciembre de 2021 la capitalización bursátil se encontraba concentrada en unos pocos emisores, una sola compañía representa el 30% del valor del mercado y once emisores corresponden al 80% de dicho indicador.

Gráfica 2

Comparativo de capitalización bursátil / PIB



Fuente: World Federation Exchange (WFE) – capitalización bursátil y World Bank información de PIB, Bolsa de Valores de Colombia, DANE, Banco Central de Chile. Cálculos URF. Cifras a diciembre de 2021.

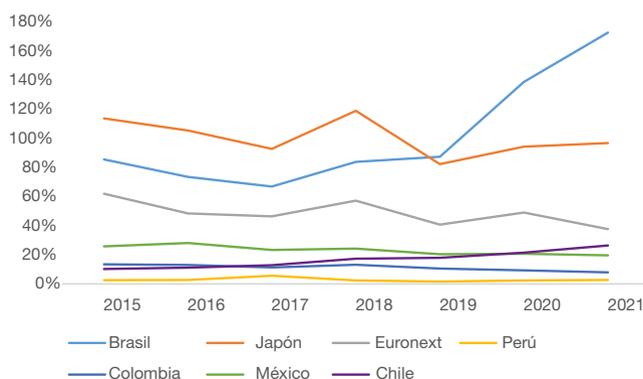
2.3. Liquidez

En cuanto a la liquidez del mercado, el índice de rotación muestra que el mercado de valores colombiano tiene un nivel relativamente bajo si se compara con otros países de la región y con economías desarrolladas, lo cual puede tener explicación en el número reducido de emisores y la limitada cantidad de acciones flotantes en el mercado. Este índice refleja un mercado con baja liquidez, lo cual puede terminar desestimulando la entrada de nuevos inversionistas.

¹⁰⁵ De acuerdo con la información de capitalización bursátil de la Bolsa de Valores de Colombia, se calculó la participación de cada emisor dentro del total de la variable y se determinó el índice de Herfindahl – Hirschman, el cual da como resultado 1201, lo cual representa una cuota de mercado dividida entre muchas empresas.

Gráfica 3

Comparativo internacional Share turnover Ratio (Rotación)



Fuente: World Federation Exchange (WFE).
Cifras a diciembre de cada año.

2.4. Otros activos del mercado

Por el lado del mercado de renta fija privada, se observa una reactivación importante del número de emisiones (Tabla 1), en bonos ordinarios, bonos subordinados, titularizaciones y bonos hipotecarios. En 2021 se incrementó de manera importante el uso del canal del segundo mercado, que se caracteriza porque solo los inversionistas profesionales pueden acceder al mismo y por tener requerimientos simplificados para la emisión. El uso del segundo mercado se potencializó con la posibilidad de que empresas constituidas como SAS pudieran emitir deuda. A pesar de la tendencia creciente en el número de ofertas que se observa en el año 2021, se evidencia que los montos autorizados siguen por debajo de niveles históricos.

Tabla 1

Ofertas públicas autorizadas por tipo de instrumento

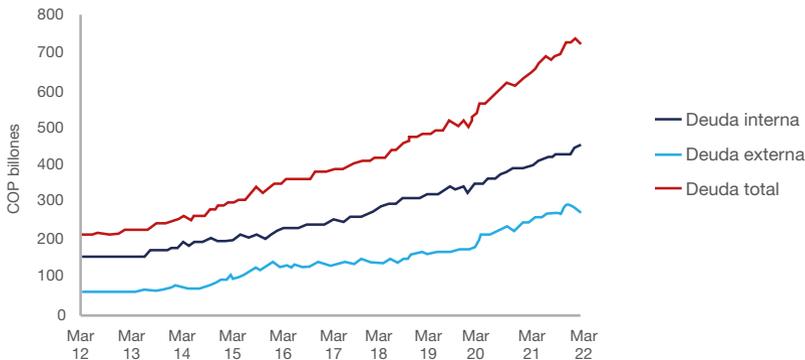
| Tipo de instrumento | 2021 | | 2020 | | 2015 | |
|-------------------------------------|-----------|------------------|-----------|-------------------|-----------|------------------|
| | Emisión | Monto | Emisión | Monto | Emisión | Monto |
| Acciones Ordinarias | 3 | | | | 1 | 20.000 |
| Bonos Ordinarios | 5 | 2.450.000 | 9 | 11.680.000 | 7 | 7.450.000 |
| Bonos Subordinados | 1 | 500.000 | | | | |
| Bonos deuda pública | | | 2 | 2.355.092 | | |
| Titularización y bonos hipotecarios | 3 | 718.397 | 1 | 310.000 | 3 | 968.342 |
| Mercado principal | 12 | 3.668.397 | 12 | 14.345.092 | 11 | 8.438.342 |
| Bonos ordinarios | 13 | 1.960.000 | 5 | 1.434.500 | 2 | 80.000 |
| Bonos públicos | | | 1 | 650.000 | | |
| Papeles Comerciales | | | 1 | 20.000 | | |
| Titularización y bonos hipotecarios | 1 | 300.000 | 4 | 432.176 | 1 | 20.000 |
| Segundo mercado | 14 | 2.260.000 | 11 | 2.536.676 | 3 | 100.000 |
| Total ofertas | 26 | 5.928.397 | 23 | 16.881.768 | 14 | 8.538.342 |

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (SFC).
Cifras en millones de pesos.

Por otra parte, la deuda pública sigue siendo un instrumento importante en el mercado de capitales colombiano, y demandado por inversionistas extranjeros y por los institucionales locales, entre ellos sociedades administradoras de fondos de pensión y de cesantía (AFP), y aseguradoras (Gráfica 4). A marzo de 2022, la deuda interna presenta un saldo de cerca de COP 453,2 billones, de los cuales el 91,6% tiene como fuente de fondeo la emisión de TES, mientras que la deuda externa asciende a COP 274,3 billones, de los cuales el 48,7% son bonos emitidos en el exterior. Un 67% de los TES están en portafolios de los fondos de pensiones y cesantías, los fondos de capital del exterior y bancos comerciales.

Gráfica 4

Saldo de deuda bruta Gobierno Nacional Central



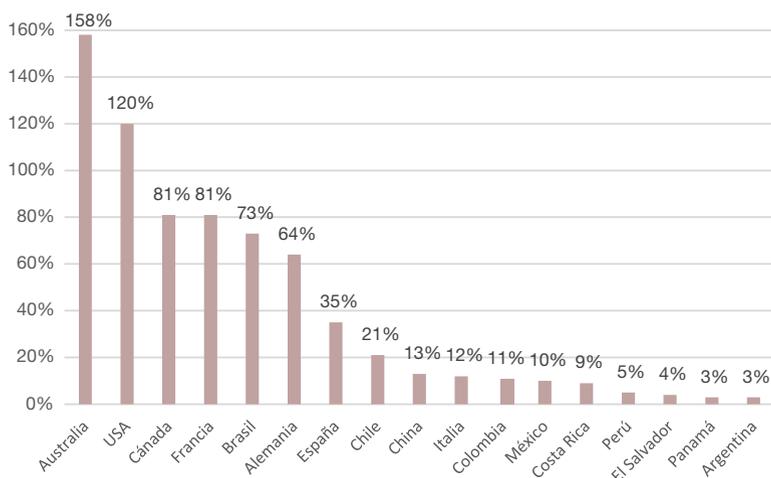
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP).

También, en los últimos años se ha registrado un desarrollo de la industria de fondos de inversión colectiva (FIC) y de fondos de capital privado (FCP) como una alternativa para irrigar recursos a sectores de la economía y como vehículo que amplía la oferta de productos para los inversionistas. A pesar de este crecimiento, la industria de FIC continúa siendo pequeña en comparación con pares de la región y de mercados como Australia y Estados Unidos, donde los activos bajo administración en este tipo de vehículos alcanzan a ser superiores al producto interno bruto (Gráfica 5).

De acuerdo con información de la Superintendencia Financiera de Colombia, en diciembre de 2015 los FIC y FCP contaban con activos cercanos a los COP 56,4 billones, mientras que, para el mismo mes del año 2021, este monto ascendía a COP 117,6 billones; lo que significa que los activos bajo administración de estos vehículos se duplicaron. Durante este período, es importante destacar que, para el mes de diciembre de 2020, los activos alcanzaron a ascender a COP 135,4 billones y en el período de emergencia sanitaria se realizaron retiros netos cercanos a COP 18,3 billones.

Gráfica 5

Activos bajo administración fondos de inversión sobre PIB



Fuente: Valor de los vehículos de inversión colectivos EFAMA
PIB base de datos del Banco Mundial.
Cifras a diciembre 2020.

Estas cifras dan un contexto general sobre el comportamiento del mercado de valores en Colombia, y ha constituido un insumo para establecer acciones de política tendientes a potencializar la oferta y la demanda del mercado.

Por el lado de la oferta, el Gobierno nacional ha promovido nuevos instrumentos para que las empresas y proyectos accedan a canales de financiación alternos a los intermediados y se complete la curva de alternativas de fondeo, bajo opciones como el segundo mercado, plataformas de financiación y FIC, entre otras. Igualmente, se han desarrollado iniciativas para promover el ingreso de nuevos emisores al mercado, entre las que se destacan, la de autorización de emisión de bonos por parte de los FIC, los FCP y las SAS.

En la demanda, también se han impulsado medidas regulatorias tendientes a promover la entrada de nuevos inversionistas, y para permitir que los inversionistas institucionales tengan mayor discrecionalidad en el proceso de *asset allocation*¹⁰⁵ contando con estructuras de gobierno corporativo adecuados a las nuevas oportunidades de negocio.

Por último, las infraestructuras del mercado también han tenido transformaciones importantes, y en los próximos años se espera que dichas transformaciones se acentúen gracias a nuevos desarrollos tecnológicos y al avance en los procesos de integración regional.

¹⁰⁵ Se entiende por *asset allocation* el proceso de definir una estrategia de inversión, cuyo objetivo es la distribución de un portafolio entre los activos admisibles del mismo, buscando equilibrar el riesgo y los posibles retornos, este proceso tiene en consideración la tolerancia al riesgo y el horizonte de inversión de los dueños del portafolio.

3. Misión del Mercado de Capitales (2019)

3.1 Antecedentes, conformación y desarrollo

Ante el deterioro de los indicadores de liquidez, profundidad y la reducción de la base de inversionistas, así como el pequeño número de emisores en el mercado público de valores, en 2018 el Gobierno nacional convocó un comité de expertos con experiencia local e internacional, conocido como la Misión del Mercado de Capitales (2019), con el fin de diagnosticar las causas estructurales de la situación del mercado y generar una hoja de ruta para enfrentar los desafíos identificados.

La Misión del Mercado de Capitales (2019) se instaló oficialmente en agosto de 2018¹⁰⁷. En su primera fase se concentró en un proceso participativo de diagnóstico en el que diferentes agentes de la industria y la academia asistieron a talleres y encuentros, en los cuales se identificaron y analizaron los desafíos del mercado en términos de la oferta, demanda e infraestructura. Los resultados de estos diálogos permitieron clasificar el diagnóstico en los siguientes ejes estructurales o macrotemas:

- Arreglo Institucional
- Estructura del mercado
- Regulación e incentivos
- Manejo de activos públicos
- Productos
- Promoción y educación
- Ámbito internacional
- Ámbito tributario

En la segunda fase, los expertos convocados desarrollaron una ronda de entrevistas en la modalidad uno a uno, con el fin de recolectar insumos adicionales para explicar las falencias del mercado.

En la etapa final, el comité se concentró en el análisis de la información y en la elaboración del diagnóstico y las recomendaciones, cuyos resultados fueron presentadas al mercado en general a mediados de 2019.

En su informe final¹⁰⁸ la comisión destacó que el elemento central del diagnóstico del mercado de capitales¹⁰⁹ radica en la forma en la que ha evolucionado el mercado y su regulación. Se encontraron disposiciones normativas que generan duplicidades e inconsistencias, y en casos extremos, propician arbitrajes regulatorios, altos costos de intermediación, mercados segmentados y dificultades en la institucionalidad, lo cual podría estar aportando a generar una baja participación de los agentes de la oferta y la demanda, y a una baja competitividad del mercado.

¹⁰⁷ El comité fue liderado por Roberto Rigobón como director técnico y compuesto por: Alberto Bernal, Ricardo de Bedout, Rodrigo Galarza, Julio Torres, Diego Jara en el rol de coordinador y Luis Alberto Rodríguez, Viceministro Técnico de Hacienda y Crédito Público y representante del gobierno nacional.

¹⁰⁸ URF (2019). "Informe Final de las Recomendaciones de la Misión del Mercado de Capitales". Recuperado de: [https://www.urf.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC_CLUSTER-119774%2F%2FIdcPrimaryFile&revision=latestrele](https://www.urf.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC_CLUSTER-119774%2F%2FIdcPrimaryFile&revision=latestreleased)

¹⁰⁹ Comprende como el conjunto de mecanismos a disposición de una economía para cumplir la función básica de asignación y distribución de los recursos de capital, los riesgos, el control y la información asociados con el proceso de transferencia de ahorro a la inversión (Cárdenas & Et al., 1996).

A partir de este diagnóstico, el comité definió que el objetivo general era incrementar la competitividad del mercado de capitales colombiano frente a los demás países de la región, partiendo de la fortaleza del sistema financiero percibida por los agentes locales e internacionales, sin que esto implicara copiar el modelo de un país donde la estructura del mercado cuente con altos indicadores de participación, liquidez y profundidad.

Teniendo en cuenta lo anterior, la Misión definió los siguientes principios u objetivos específicos para sus recomendaciones:

- Establecer un mercado que sirva a la sociedad para potenciar su crecimiento y el bienestar económico.
- Promover un mercado accesible y abierto a nuevos participantes, agentes y competidores.
- Propender por un mercado en el que puedan operar todos los riesgos y ampliar la base de inversionistas.
- Evitar asimetrías regulatorias para productos o actividades que cumplan idéntica función económica.
- Incrementar los estándares de profesionalismo de participantes y fortalecer su gobierno corporativo.
- Reforzar regulación y supervisión hacia una gestión basada en principios de riesgo para asegurar disciplina de mercado.

3.2. Recomendaciones de la Misión de Mercado de Capitales (2019)

La Misión produjo 68 recomendaciones que cubren los ocho macrotemas mencionados anteriormente. A continuación, se destacan las recomendaciones más relevantes.

Marco institucional

La Misión señaló que es fundamental, para elevar la eficiencia del mercado, precisar las funciones que tiene cada una de las entidades que conforman el diseño institucional del mercado, lo cual permite minimizar posibles ambigüedades y duplicidades de roles.

En ese sentido, en el documento se resaltó que el Ministerio de Hacienda y Crédito Público debe ser responsable de formular la política pública para el desarrollo y promoción del mercado, y planteó que la URF debe ser el organismo técnico encargado del estudio, proyección y evaluación de la regulación aplicable a las actividades del mercado. Así mismo, señaló que la Superintendencia Financiera de Colombia es la única entidad responsable de la vigilancia estatal de los sujetos que ejerzan las actividades del mercado.

Como complemento a la formulación e implementación de la política pública para el desarrollo y promoción del mercado, la Misión sugirió la conformación de una instancia formal para el seguimiento de la ejecución de dicha política pública.

Estructura de mercado

En términos de la estructura del mercado, las recomendaciones tenían como propósito la unificación del marco regulatorio de licencias, así como de las actividades desarrolladas; simultáneamente, se propuso profundizar integralmente la emisión y oferta de valores para permitir que las empresas, en todas las etapas de desarrollo, pudieran encontrar fuentes de financiamiento en el mercado de capitales y ampliar las oportunidades de participación tanto a inversionistas como a los intermediarios.

Las recomendaciones más destacadas en este macrotema fueron: la unificación de las facultades de intervención del Estado con un enfoque funcional; la homogenización de los estándares de las actividades de administración y gestión de activos, así como, los de la intermediación de valores; y la revisión del marco normativo para permitir la coexistencia de los agentes tradicionales con asesores independientes, asesores de inversiones y con la habilitación de la distribución masiva de los productos del mercado. Lo anterior, acompañado del fortalecimiento integral del gobierno corporativo de las entidades que desarrollan actividades en el mercado y tomando como principio fundamental la labor de hombre prudente.

Regulación e incentivos

Respecto a este macrotema, las propuestas de la Misión se concentraron en generar un cambio de paradigma en la intervención estatal para la construcción y vigilancia de los portafolios de inversión. En este sentido, se señaló la necesidad de instaurar principios en lugar de reglas específicas en los regímenes de inversión, al tiempo que promover la disciplina del mercado para la administración de riesgos, lo cual debería ser el pilar de la supervisión en la administración de portafolios.

En el frente de activos públicos, la Misión del Mercado de Capitales (2019) estableció la importancia de que el papel de las entidades del sector real que participan en el mercado de capitales fuese más activo. Para ello, la Misión señaló que es imperativa la evaluación del concepto de detrimento patrimonial en la administración de portafolios de recursos públicos, así como, adaptar los procesos de enajenación y democratización de las participaciones estatales a estándares internacionales, con el fin de permitir más flexibilidad y transparencia en la formación de precios de estos activos.

Entre las recomendaciones sobre los productos se destacan: la necesidad de profundizar el mercado de titularizaciones, de lo cual señaló también la oportunidad de traer al mercado de valores los flujos de algunos activos del Estado; una revisión profunda a los derivados, teniendo en cuenta la migración que se ha dado de recursos locales a jurisdicciones en el exterior; y el fortalecimiento de los FIC, en particular el segmento dedicado a la promoción del emprendimiento, con acciones puntuales como la adopción de estándares internacionales de administración y gobierno corporativo de los fondos de fondos.

Promoción y educación

En este frente, la Misión hizo referencia a la necesidad de que el Gobierno nacional tuviera un papel más activo para mostrar a la población los beneficios de la participación en el mercado de capitales en términos de bienestar social, por lo cual sugirió reevaluar la institucionalidad de la Comisión Intersectorial para la Inclusión y Educación Económica y Financiera, así como, coordinar esfuerzos con el sector privado para la ejecución de

programas que aborden la formación en conceptos básicos en temas relacionados con las características de los productos del mercado de valores, así como sus beneficios y funcionamiento, de tal manera que la población tenga una mayor comprensión y diversificación en los productos que le son de más utilidad.

Internacionalización

Por último, en el ámbito de internacionalización, la Misión del Mercado de Capitales (2019) llamó la atención sobre dos frentes de trabajo importantes. El primero relacionado con el papel del liderazgo de Colombia al interior de la Alianza del Pacífico, incluso adelantado unilateralmente acciones que incidan positivamente en la integración con los mercados de capitales de los demás miembros; el segundo, un llamado a la búsqueda de nuevas rutas de internacionalización e incremento de la competitividad del mercado nacional.

Por último, la Misión destacó que el entorno tributario debe ser neutral, y recomendó procurar un tratamiento simétrico a los servicios, productos y actividades del mercado de capitales, con el fin de incrementar su competitividad.

4. Documento de política pública para el desarrollo del sistema financiero

Una vez la Misión entregó el conjunto de sus recomendaciones, el Gobierno nacional realizó un análisis sobre la viabilidad política y económica de su implementación, y de conformidad con dicho análisis decidió acoger 50 de las 68 recomendaciones recibidas. Las que no fueron adoptadas versan principalmente sobre modificaciones estructurales al régimen pensional y tributario.

Particularmente en el frente que desarrolla lo relacionado con el arreglo institucional, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, con el apoyo de la Superintendencia Financiera de Colombia y la URF, emitió el Documento de Política para el Desarrollo del Sistema Financiero 2020-2025. El objetivo fundamental de este documento fue presentarle al mercado la visión estratégica del Gobierno nacional para el sector en el mediano plazo, planteándola con objetivos y acciones específicas, con el fin de que sirva como guía para la construcción de las agendas de trabajo de las autoridades estatales relacionadas con la materia y contribuya a la transparencia de la ejecución de sus funciones frente a sus grupos de interés.

En desarrollo de este frente, y con el fin de adoptar otras recomendaciones de la Misión, se definió una instancia de seguimiento a la implementación de la política a través de la ampliación de las funciones del Comité de Coordinación y Seguimiento al Sistema Financiero.

El insumo principal para la construcción de la política pública fue el conjunto de recomendaciones de la Misión del Mercado de Capitales (2019), que posteriormente fue nutrido por las necesidades de reacción que exigió la crisis económica generada por la pandemia del COVID-19, así como por las diversas propuestas proporcionadas por la industria en el periodo posterior a la entrega de resultados por la Misión de expertos. De esta forma, se presentaron un total de 74 acciones en el documento de política, 50 de las cuales provinieron de la Misión del Mercado de Capitales (2019) y 24 del proceso del que hicieron parte entidades del sector privado y entidades públicas que participan en el diseño regulatorio, supervisión y promoción de las actividades del mercado de capitales.

El Ministerio de Hacienda y Crédito Público presentó a través del mencionado documento su hoja de ruta con la visión de contar con un sistema financiero más dinámico, competitivo, resiliente e inclusivo. Igualmente, estableció que esto se lograría a través de cinco objetivos estratégicos: a) promover la transformación eficiente del ahorro y la inversión (35 acciones), b) facilitar y promover la inclusión financiera (9 acciones), c) consolidar la seguridad y estabilidad del sistema financiero (5 acciones), d) impulsar el acceso universal al sistema de pagos electrónicos (5 acciones) y e) fortalecer el marco institucional (5 acciones).

Tabla 2

Resumen frentes de trabajo y acciones por objetivo de política

| Objetivo | Frentes de trabajo | Acciones |
|---|--|---|
|  <p>Promover la transformación eficiente del ahorro y la inversión</p> | Arquitectura financiera | Modelo de intervención funcional |
| | | Lincenciamiento modular y fijación de capitales mínimos |
| | Profundización del mercado de capitales | Industria de administración y gestión de portafolios |
| | | Ampliar mecanismos de oferta y simplificar régimen de emisores |
| | | Expandir base de inversionistas |
| | | Régimen de inversiones y rentabilidad mínima |
| | Complejidad de mercados | Internacionalización |
| | | Transparencia y revelación de información |
| | | Revisión de comisiones |
| | | Migración de DTF a IBR |
| | | Participaciones estatales y holding financiero |
|  <p>Fomentar la inclusión financiera</p> | Promoción de la inclusión financiera digital | Arquitectura financiera abierta |
| | | Portabilidad de cuentas |
| | | Inclusión de seguros: microseguros y comercialización |
| | | Educación económica y financiera en un entorno digital |
|  <p>Consolidar la seguridad y estabilidad financiera</p> | Fortalecimiento del gobierno corporativo y de criterios ambientales y sociales | Estándares de gobierno corporativo en AFP, seguros, sistemas de pago y cooperativas |
| | Convergencia a estándares internacionales | Criterios ambientales, sociales y de gobierno (ESG) |
| | Nueva aproximación al riesgo | Continuar fortaleciendo el marco prudencial: aseguradoras, establecimientos de crédito y sector solidario de ahorro y crédito |
| | | Riesgos emergentes |
| | | Vulnerabilidad post-Covid |
|  <p>Impulsar acceso al sistema de pagos</p> | Sistema de pagos inclusivo, eficiente y seguro | Modernización regulación del sistema de pago de bajo valor |
| | | Digitalización de pagos del Gobierno |
|  <p>Fortalecimiento del marco institucional</p> | Unidad de Regulación Financiera (URF) | Contribuciones |
| | | Fortalecimiento tecnológico |
| | | Evaluaciones ex-ante y ex-post |
| | Superintendencia Financiera de Colombia | Integración del consejo directivo |
| | | Reglamentación del sandbox |
| | | Ampliación de facultades |
| | | Funciones jurisdiccionales |
| Autorregulación del mercado de valores | Enfoque preventivo y ámbito de operación | |
| | Principios y criterios de autorregulación | |

Fuente: Documento de Política Pública para un mayor desarrollo del sistema financiero 2020-2025.

En el proceso de construcción del documento de política se identificó que la ejecución de al menos 38 de las acciones requería reformas legislativas, por lo que se emprendió el camino de construcción de un proyecto de ley que las desarrollara. Las demás acciones han sido incluidas en las agendas de trabajo de diferentes áreas y entidades adscritas al Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

5. Avances de la Política Pública para el Desarrollo del Sistema Financiero

El Documento de política pública para el desarrollo del sistema financiero, además de ser la guía de las autoridades de regulación y supervisión para fijar sus acciones de corto, mediano y largo plazo, también es una herramienta de diálogo y de seguimiento continuo con las autoridades y agentes del mercado. Este documento contiene una agenda de reformas que, mediante la modernización del mercado de capitales, del sistema financiero y la industria de pagos, le apuntan a apoyar a la reactivación económica del país.

A diciembre de 2021, han sido implementadas el 20% de las acciones establecidas en el documento de política, mientras que un 51% dependen de cambios en el marco legal; y el 29% restante se encuentran contempladas en el plan de trabajo del período 2022- 2025.

Se destaca que, respecto de las 35 acciones contempladas para el objetivo de promoción de la transformación eficiente del ahorro en inversión, a 2021 se han ejecutado el 17%, siendo el frente que concentra más iniciativas que deben ser abordadas a partir de modificaciones legislativas, con el 55%. De estas, se consideran fundamentales el cambio de enfoque en la regulación de licencias o entidades a actividades del mercado, y la implementación del licenciamiento modular.

En el objetivo estratégico de fomento de la inclusión financiera se presenta un mayor avance de ejecución. De las 9 acciones definidas en el documento de política pública se ha finalizado el 45%, y el 30% requieren actualizaciones de marco legal, principalmente relacionadas con la actualización del alcance de la actividad aseguradora, y la ampliación de microseguros y seguros inclusivos.

Respecto al frente de trabajo de consolidación de la seguridad y estabilidad del sistema, el 55% de las acciones están incluidas en el proyecto de ley construido por el Gobierno nacional, las cuales involucran iniciativas en materia de gobierno corporativo, requerimientos de capital y actualización a la legislación de la industria aseguradora.

Por su parte, de las cinco iniciativas establecidas para lograr el objetivo de impulsar el acceso al sistema de pagos, se requiere una consideración de orden legislativo, que se encuentra relacionada con la revisión del modelo de intervención del Gobierno en este mercado. El avance más significativo en este frente es el apoyo al Departamento de Prosperidad Social (DPS), con el fin de instrumentar la plataforma de pago social utilizando como base un modelo de transferencia monetaria de abono directo en las cuentas o depósitos de los beneficiarios.

En contraste con lo anterior, de las cinco acciones contempladas para el fortalecimiento institucional el 80% requieren modificaciones de ley, las cuales se concentran en el rediseño de la URF y la ampliación de algunas funciones de la Superintendencia Financiera de Colombia.

6. Iniciativas regulatorias desarrolladas en los últimos años

A continuación, se describirán las diferentes iniciativas normativas que han sido parte de la agenda de la URF para el cumplimiento de los mencionados objetivos estratégicos presentados en el documento de política, así como otras que, no obstante, no haber tenido origen en la Misión, contribuyen de manera directa a alcanzar los propósitos dispuestos por esta. También se expondrán las iniciativas de carácter legal que desarrollan los desafíos normativos necesarios para promover un sistema financiero más innovador e inclusivo, así como las iniciativas regulatorias implementadas en el marco de la política pública del sector financiero en el contexto de la pandemia. Finalmente, se presentan los indicadores de seguimiento de la política pública del sistema financiero.

6.1. Iniciativas normativas

Durante los últimos años, la URF ha desarrollado una agenda normativa con el principal objetivo de contribuir a dinamizar la oferta, promover el mercado de capitales, diversificar la base de inversionistas y en general brindar mayores herramientas a los inversionistas para acceder a un mercado con mayor protección y con más y mejores opciones de inversión, todo dentro de un mercado con mejor calidad de información. Los proyectos normativos que se trabajaron en este período han sido los siguientes:

6.1.1. Dinamizar la oferta del mercado de capitales

Decreto 1984 de 2018: Fondos de Capital Privado

En octubre de 2018, se expidió el Decreto 1984, el cual modifica el régimen de los FCP, industria que ha tenido un papel importante en el desarrollo del mercado de capitales al ser un vehículo que facilita la canalización de recursos de los inversionistas hacia diferentes sectores económicos, en particular hacia proyectos con retornos y riesgos diversos a los tradicionales. Uno de los principales objetivos del decreto fue construir un cuerpo normativo propio para la industria de FCP, ya que se encontraba incorporado en las normas FIC. Para el efecto, se definió una estructura organizacional para los FCP, que incorpora elementos de la experiencia internacional y que recoge las principales prácticas de la industria local.

De igual manera, se incluyeron disposiciones que elevan los estándares de gobierno corporativo y administración de riesgo al precisar las funciones y obligaciones de los diferentes órganos que conforman los FCP, y se establece la facultad para que estos vehículos puedan emitir bonos y que sus participaciones se puedan negociar en el mercado secundario.

Decreto 1235 de 2021: Reactivación del mercado de valores

Con la finalidad de dinamizar la oferta de valores en el mercado de capitales colombiano, el Gobierno nacional expidió el Decreto 1235 de 2020, el cual estableció los requisitos de gobierno corporativo para la SAS que emita en el segundo mercado. Adicionalmente, amplió el plazo para el desarrollo de programas de emisión y colocación de valores, y aumentó

el monto máximo de financiamiento en las plataformas de financiación colaborativa para fortalecer este mercado como una alternativa para las empresas y proyectos productivos. El principal objetivo de este decreto fue contribuir a la reactivación económica y a la recuperación de la capacidad productiva del país, con lo cual el Gobierno nacional continuó realizando esfuerzos para construir un marco regulatorio que genere espacios propicios para que más empresas, de todos los tamaños y sectores, encuentren en el mercado de capitales una fuente eficiente de financiación.

El Decreto 1235 reglamentó el Decreto Legislativo 817 de 2020, el cual autoriza a la SAS a emitir títulos representativos de deuda en el segundo mercado, para lo cual se establecen los requisitos de gobierno corporativo que deberán cumplir estas sociedades. De esta forma, se permite a estas sociedades obtener recursos adicionales a través del mercado de valores.

En lo relacionado con las emisiones realizadas en las plataformas de financiación colaborativa, se amplió el monto máximo de financiación hasta 58.000 SMLMV, complementando la regulación de estas plataformas con la finalidad de continuar consolidando la figura.

Así mismo, se ampliaron los plazos para el desarrollo de programas de emisión y colocación de valores, buscando generar eficiencias en el mercado y que los emisores puedan acceder a ventanas de tiempo particulares, con las cuales puedan tener acceso a financiación en condiciones propicias para el desarrollo de sus negocios.

Decreto 053 de 2022: Apalancamiento de FIC mediante la emisión de bonos y otras modificaciones al mercado de capitales

Con el fin de continuar promoviendo modificaciones regulatorias que contribuyan a contar con un mercado de capitales más desarrollado se expidió el Decreto 053 de 2022, el cual crea nuevas alternativas de inversión al autorizar que los FIC cerrados puedan emitir bonos en el mercado de capitales, y así permitir que más inversionistas accedan a más opciones de inversión de conformidad con sus perfiles de riesgo.

De igual manera, este decreto fomenta la internacionalización de las infraestructuras del mercado de capitales, amplió los plazos de las operaciones del mercado monetario, y actualizó normas sobre el uso de dispositivos electrónicos en mesas de dinero. Todas estas medidas contribuyen al desarrollo de los lineamientos establecidos en el documento de política pública del sector financiero.

Proyecto de Decreto por medio del cual se disminuye el monto mínimo de participaciones en los FIC

Este Proyecto de Decreto se construyó con el objetivo continuar realizando modificaciones normativas que faciliten la operación y el acceso a los instrumentos de inversión, y de esta manera contribuir a la creación de alternativas tendientes a promover el desarrollo de los vehículos de inversión colectiva.

La propuesta contiene ajustes para los requisitos de operación y liquidación de los FIC, reconociendo las dinámicas propias de la industria y contribuyendo al desarrollo relevante que tiene no solo en Colombia, sino también en la región.

Así mismo, con el fin de promover la integración regional de las infraestructuras del mercado de valores, esta iniciativa propone autorizar la participación de las sociedades fiduciarias y de las sociedades comisionista de bolsa en el capital de las sociedades matrices nacionales o internacionales resultantes de la integración de bolsas de valores.

Proyecto de decreto por medio del cual se reglamenta la Ley 2112 de 2021

La Ley 2112 de 2021 dispuso que las AFP deben invertir como mínimo un 3% de los recursos del régimen de ahorro individual con solidaridad en Fondos de Capital Privado y/o deuda privada, incluidos los fondos que invierten en fondos de capital privado y/o deuda privada, conocidos como “fondos de fondos”, siempre y cuando estos recursos sean invertidos en empresas colombianas o proyectos productivos en Colombia a fin de fortalecer el emprendimiento y el escalamiento del tejido empresarial del país.

Para el efecto se estableció que: a) esta inversión mínima debería aplicar a partir de los dos años siguientes a la expedición de la Ley, es decir desde el 29 de julio de 2023; y b) se facultó al Gobierno nacional para fijar los lineamientos que se debe cumplir para que esta inversión se realice en un marco de adecuada seguridad y que mejore las condiciones de riesgo y retorno de las cuentas individuales de los afiliados.

En desarrollo de lo anterior, actualmente se encuentra en trámite de expedición un Proyecto de Decreto que contiene los criterios generales que deberán cumplir los Fondos de Capital Privado y/o deuda privada, y sus gestores, para ser receptores de recursos de los fondos obligatorios de pensión conforme lo dispuesto en la Ley 2112 de 2021.

Esta iniciativa regulatoria establece que para la base de inversión se tendrá en cuenta el fondo moderado, fondo de mayor riesgo y Fondo de Retiro Programado, y plantea que, bajo las políticas de inversión de las AFP, basados en principios de profesionalidad y hombre prudente, para estas inversiones deben asegurarse, como mínimo, respecto del fondo y el gestor, los siguientes criterios: a) solidez patrimonial y trayectoria profesional, b) capacidad operativa y organizacional, c) prácticas de gobierno corporativo, d) Gobernanza de los riesgos de administración e inversión, incluidas las prácticas ambientales, sociales, de gobierno corporativo (ASG) y climáticos, y e) divulgación de información.

Adicionalmente, en el marco de esta iniciativa se armonizan las condiciones de inversión en activos alternativos del exterior, que incluyen a los FCP, a través de la flexibilización de los límites de inversión previstos en el numeral 9 de los artículos 2.6.12.1.6, 2.6.12.1.7 y 2.6.12.1.8 del Decreto 2555 de 2010, a través de su derogatoria.

6.1.2. Promoción del mercado de capitales

Decreto 1351 de 2019: Transferencia Temporal de Valores (TTV) y custodios como agentes de transferencia

Con el fin de promover el crecimiento de operaciones de préstamo de valores en Colombia como fuente de liquidez del mercado y continuar consolidando la custodia de valores, se expidió el Decreto 1351 de 2019, el cual viabiliza la realización de operaciones de transferencia temporal de valores de renta variable en el mercado mostrador (OTC) de conformidad con las mejores prácticas internacionales.

Esta norma ajusta las condiciones particulares bajo las cuales los custodios de valores actúan como agentes de transferencia en operaciones de transferencia de valores en nombre de los portafolios custodiados. Figura que tiene como principal finalidad la de brindar seguridad a la operación y agregar valor en la custodia de los portafolios, especialmente de aquellos inversionistas institucionales y con horizontes de inversión de largo plazo, en los que el préstamo de valores es una opción para hacer una gestión activa del portafolio.

Decreto 151 de 2021: Revelación de información de los emisores del mercado de valores

El Decreto 151 de 2021 introdujo modificaciones al régimen de revelación de información de los emisores en el mercado de valores, con el fin de continuar desarrollando un marco regulatorio robusto que responda a la innovación y al desarrollo natural del mercado, y permitiendo que los emisores de valores revelen al mercado la información adecuada y en los momentos pertinentes, para que los inversionistas y el mercado en general tengan acceso a información idónea y en condiciones de igualdad para tomar decisiones de inversión.

En desarrollo de este decreto se realizó una revisión de las normas que regulaban en el Decreto 2555 de 2010 la información periódica y la relevante que deben revelar los emisores del mercado de valores, con el fin de acercarla a jurisdicciones con mercados de capitales desarrollados, aumentar la disciplina de mercado de emisores, eliminar disposiciones que no agregan valor al inversionista, y, en términos generales, promover una información de mayor calidad al mercado.

6.1.3. Diversificación de la base de inversionistas

Decreto 1291 de 2020: Clasificación de los inversionistas

Con la finalidad de diversificar la base de inversionistas del mercado de valores colombiano se expidió el Decreto 1291 de 2020, el cual reconoce la heterogeneidad de los participantes actuales y potenciales en términos de conocimiento, experiencia y capacidad de administración de riesgos de los diversos productos del mercado. En este sentido, se ajustaron las condiciones para la participación como inversionistas en los FCP, para promover la participación de inversionistas en el fortalecimiento del emprendimiento local. Así mismo, se ajustaron los requerimientos en la definición de inversionistas profesionales a los estándares internacionales y a las condiciones actuales del mercado local.

6.2. Iniciativas normativas adicionales

El Gobierno nacional también ha desarrollado otras acciones planteadas en el documento política pública con origen diferente a la Misión del Mercado de Capitales (2019). Entre estas acciones se destacan la creación del Sandbox regulatorio mediante el Decreto 1234 de 2020, el cual hace parte del conjunto de acciones para promover la inclusión financiera en el contexto digital; y el Decreto 1692 de 2020, el cual tiene por objeto la modernización del sistema de pagos, contribuyendo a la competitividad del mercado de capitales.

Respecto de las acciones que contribuyen al objetivo del fortalecimiento del marco prudencial, se expidió el Decreto 175 de 2022, el cual modificó los requisitos que en materia de patrimonio técnico deben cumplir las sociedades fiduciarias, AFP, sociedades comisionistas de bolsa y sociedades administradoras de inversión.

En el frente de reducción de los arbitrajes regulatorios entre productos, se resalta el esfuerzo realizado mediante el Decreto 1207 de 2020 para actualizar las reglas aplicables a los fondos voluntarios de pensión y colocarlas a tono con el régimen de los FIC.

Adicionalmente, se destacan los avances relacionados con el fortalecimiento del papel de los órganos de gobierno corporativo en la construcción del portafolio de inversiones de los fondos privados de pensiones, implementado por medio del Decreto 1393 de 2020.

Así mismo, acorde con las necesidades señaladas por la Misión del Mercado de Capitales (2019), se expidió el Decreto 1517 de 2021 que reformó las Comisiones Intersectoriales de Inclusión Financiera y de Educación Económica y Financiera, con el fin que el liderazgo de la política pública en la materia se ejerza teniendo como objetivo integrar los servicios financieros a las actividades cotidianas de los ciudadanos y de las micro, pequeñas y medianas empresas (mipymes), atendiendo sus necesidades y generando oportunidades económicas para contribuir al crecimiento e inclusión financiera del país (CONPES 4005 de 2020).

6.3. Iniciativas legislativas

Como ya se mencionó, en el diagnóstico realizado por la Misión del Mercado de Capitales (2019) se identificó la necesidad de realizar algunas modificaciones legales, las cuales fueron incorporadas en las propuestas legislativas que fueron concretadas en el Proyecto de Ley 413 de 2021 – Senado y el Proyecto de Ley 337 de 2022 – Senado.

A continuación, se hace una descripción general de estas iniciativas legislativas.

6.3.1. Proyecto de ley 413 de 2021 - Senado

El 17 de marzo de 2021 fue radicado en el Congreso de la República el Proyecto de Ley 413 *“Por la cual se dictan normas relacionadas con el sistema de pagos, el mercado de capitales y se dictan otras disposiciones”*, de Senado (PL413/21 Senado), con el objetivo fundamental de promover un sistema financiero más innovador e inclusivo, y de esta manera aumentar el crecimiento económico y el bienestar social de todos los colombianos, contribuyendo a la reactivación económica.

Esta iniciativa se enmarcó en los objetivos generales de política económica del Gobierno nacional, concretamente sobre el eje de recuperación económica y de reactivación de la capacidad productiva, con la finalidad de mejorar los niveles de ingreso nacional de manera sostenida.

Las disposiciones contenidas en el Proyecto de Ley se concentraban en cuatro objetivos:

- A. Impulsar el acceso al sistema de pagos y la inclusión financiera.** Se propuso un regulador único con atribuciones generales y amplias para la promoción del acceso universal, eficiente y seguro al sistema de pagos. De igual manera, se planteó actualizar el esquema de dispersión de subsidios de acuerdo con la experiencia adquirida en la construcción e implementación de los programas sociales durante la pandemia del COVID-19, con el fin de mejorar la focalización de la política pública y hacer más eficiente la acción del Estado.

B. Desarrollar el mercado de capitales. El Proyecto planteó la implementación de un modelo de intervención funcional, otorgándole facultades al Gobierno nacional que le permitan la modulación de las licencias; la eliminación de arbitrajes regulatorios; la promoción de la especialización y el desarrollo de un mercado de capitales inclusivo, resiliente e innovador; aumentar la eficiencia en las infraestructuras del mercado.

C. Modernizar algunos sectores del sistema financiero. Bajo este frente de trabajo se propuso la actualización, flexibilización y optimización del marco legal del sector asegurador; modificaciones al esquema general de inversiones y otros temas relacionados con las AFP; impulsar el uso generalizado del IBR por parte de los agentes en el mercado de capitales y; modernizar la gestión y gobernanza de las entidades financieras públicas.

D. Fortalecer el marco institucional. En este punto se propuso robustecer la capacidad operativa, tecnológica y de capital humano de la URF, para lo cual se dispuso un sistema de contribuciones, así como ampliar las funciones jurisdiccionales de la Superintendencia Financiera y actualizar su régimen sancionatorio.

Finalmente, después de llevar a cabo diversas actuaciones al interior del Congreso de la República, se decidió elaborar un nuevo Proyecto de Ley con la finalidad de continuar impulsando algunas de las iniciativas contenidas en el Proyecto de Ley 413 de 2021, y principalmente con el objetivo de promover un sistema financiero más dinámico, competitivo, resiliente e inclusivo, acorde con el contexto de transformación digital y tecnológica del país.

6.3.2. Proyecto de Ley 337 de 2022 - Senado

En el mes de marzo de 2022 el Ministerio de Hacienda y Crédito Público radicó ante Congreso de la República el Proyecto de Ley 337 de 2022 – Senado *“Por la cual se dictan normas relacionadas con el acceso y financiamiento para la construcción de equidad, y se dictan otras disposiciones”*, el cual sigue la línea de promover el acceso y el financiamiento para la construcción de equidad, así como impulsar un sistema financiero más dinámico, competitivo, resiliente e inclusivo, acorde con el contexto de transformación digital y tecnológica del país.

Este Proyecto de Ley se estructuró siguiendo los objetivos generales de política económica del Gobierno Nacional, específicamente el de la recuperación económica y la reactivación de la capacidad productiva, de manera que se puedan mejorar los niveles de ingreso de manera sostenida para todos los colombianos.

El objetivo fundamental del Proyecto de Ley es construir una sociedad equitativa, para lo cual se proponen dos frentes: a) impulsar los avances logrados en inclusión financiera, y b) desarrollar mecanismos que faciliten la financiación del tejido empresarial en Colombia.

Para alcanzar el objetivo que pretende impulsar los avances en inclusión financiera, el Proyecto de Ley propone un regulador único con atribuciones generales y amplias para la promoción del acceso universal, eficiente y seguro al sistema de pagos. También se plantea actualizar el esquema de dispersión de subsidios de acuerdo con la experiencia adquirida en la construcción e implementación de los programas sociales durante la pandemia del COVID-19, con el fin de mejorar la focalización de la política pública y hacer más eficiente la acción del Estado con miras a construir una sociedad más equitativa y que responda a las necesidades de aquellos colombianos que más lo necesitan.

En el objetivo que pretende desarrollar mecanismos de financiación de los colombianos, este Proyecto de Ley propone habilitar a las SAS para participar como emisores en el mercado público de valores y; transitar hacia un modelo de intervención funcional, otorgándole facultades al Gobierno nacional que permitan la modulación de las licencias, la eliminación de arbitrajes regulatorios, la promoción de la especialización y el desarrollo de un mercado de capitales inclusivo, resiliente e innovador y que aumente la eficiencia en las infraestructuras del mercado.

Adicionalmente, teniendo en cuenta la complejidad y el dinamismo de los mercados financieros modernos, es fundamental desarrollar estrategias que le permitan fortalecer las etapas del ciclo de gobernanza regulatoria de la URF, de manera que ésta, entre otros aspectos, pueda contar con mayores capacidades investigativas para el desarrollo de políticas públicas, aumentar sus estrategias de comunicación con la ciudadanía para los procesos de consulta pública, contar con mecanismos robustos para el monitoreo y evaluación de las normas, lograr niveles de especialización en las labores de diseño de metodologías para la evaluación normativa y alimentar el proceso de proyección normativa con información derivada del monitoreo de las normas expedidas.

Con esta finalidad, se mantuvo la propuesta de introducir un sistema de contribuciones para las entidades que requieren autorización para su funcionamiento por parte de la Superintendencia Financiera, los emisores de valores y las entidades vigiladas por la Superintendencia de Economía Solidaria que están sujetas a la regulación del MHCP.

Sobre el particular se destaca que el fortalecimiento institucional y orgánico de la URF estará encaminado al aseguramiento de su plena independencia técnica, administrativa y financiera, para lo cual se propone otorgarle personería jurídica a la URF, sin que se altere su naturaleza como entidad adscrita al Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Finalmente, es preciso mencionar que los proyectos mencionados no concluyeron su trámite en la legislatura que terminó en junio de 2022. Sin embargo, es preciso destacar que constituyen un avance significativo en la medida en que lograron identificar y determinar las reformas legales que se requieren implementar en el futuro, y de esta manera continuar trabajando para contar con: a) un mercado de capitales competitivo y que facilite la entrada de nuevos jugadores, y cerrar los arbitrajes regulatorios; b) una industria aseguradora más moderna que permita una adecuada transferencia de riesgos; y c) un sistema de pagos de bajo valor dinámico en consonancia con las tendencias internacionales y los cambios tecnológicos que se están presentando. Los textos de estos proyectos serán el punto de partida para futuras iniciativas legislativas.

6.4. Iniciativas para la reactivación económica

En el marco de la crisis económica y social generada por la pandemia del COVID -19, el Gobierno nacional adelantó un conjunto de acciones para aplacar sus impactos. En particular, desde la URF se adelantaron una serie de intervenciones regulatorias para alcanzar los siguientes objetivos:

- Ampliar las fuentes de financiamiento para las empresas, en particular para las empresas pequeñas y medianas.
- Aprovechar la capilaridad característica de los establecimientos de crédito para entregar las ayudas monetarias que el estado direccionó como subsidios a las personas que se encontraban en estado de mayor vulnerabilidad.

- Generar herramientas de fortalecimiento patrimonial para las entidades estatales que prestan servicios financieros al tejido empresarial local.

Con estos objetivos se ejecutaron las siguientes acciones:

6.4.1. Programa Ingreso Solidario

El Programa Ingreso Solidario fue creado en el marco de la declaratoria de emergencia generada por el Covid-19 para llegar a tres millones de personas en situación de vulnerabilidad y que no hacían parte de otros programas sociales. Con el propósito de responder a la necesidad de entregar los auxilios monetarios rápidamente y de forma eficiente para esta población, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, con el apoyo técnico de la URF1 diseñó un esquema de pagos, que le presentó al país una nueva forma de realizar la dispersión de subsidios. Por una parte, este esquema viabilizó la inclusión financiera de casi un millón de personas, y por otra, logró realizar a través del abono directo a la cuenta de los beneficiarios la entrega de las ayudas establecidas.

El diseño del esquema de pagos utilizado se ideó buscando evitar el desplazamiento y aglomeraciones de los ciudadanos en cumplimiento de las normas de la emergencia sanitaria y promover el acceso y uso a productos financieros. El primer proceso adelantado consistió en identificar los beneficiarios que ya contaban con un producto financiero de depósito activo en el sistema financiero. En la segunda etapa, los esfuerzos se concentraron en los beneficiarios que no tenían un producto financiero.

Entre los resultados más relevantes del Programa Ingreso Solidario se encuentra el uso de los productos digitales. Este avance fue posible gracias a los esfuerzos públicos y privados de los últimos años por ampliar el acceso y el uso de los servicios financieros de la población y el fortalecimiento de una regulación financiera propicia para lograr este cometido, tales como los corresponsales que brindan cobertura financiera en todos los municipios del país, la creación de las sociedades especializadas en depósitos y pagos electrónicos, y la oferta digital de productos, servicios y canales simplificados y de bajo costo del sistema financiero.

6.4.2. Ampliación de fuentes de financiamiento

Teniendo en cuenta que la contracción en ventas no fue el único efecto que afrontaron los empresarios y emprendedores de la economía colombiana por el choque negativo que la demanda agregada sufrió durante la época más estricta de aislamiento; sino que también hubo una contracción en la oferta de productos de financiación tradicionales como el crédito bancario, el Gobierno nacional optó por fortalecer las fuentes de recursos que implican la emisión de valores.

Con el fin de aprovechar el crecimiento de las emisiones realizadas a través de la actividad de financiación colaborativa, en particular en beneficio de las pequeñas y medianas empresas, se realizó una actualización de las disposiciones para levantar recursos a través de *crowdfunding* que se establecieron inicialmente en el Decreto 1357 de 2018. De esta forma, mediante el Decreto 1235 de 2020 se buscó promover el fortalecimiento de la actividad de financiación colaborativa como fuente alternativa de recursos para el desarrollo del emprendimiento con la ampliación de límites de emisión máxima en plataformas de 10.000 a 58.000 SMMLV, y la armonización de la inversión máxima realizada por un inversionista no calificado a 19.000 SMMLV que, en todo caso, estará limitada al 20% de lo que sea mayor entre los ingresos anuales o el patrimonio.

Además, se expidió el Decreto 1235 de 2020, que tiene por finalidad el desarrollo y eficiencia del mercado de capitales colombiano promoviendo el ingreso de nuevos emisores y ampliando la oferta de valores, lo cual permite el fortalecimiento de este mercado desintermediado como una forma alternativa de financiación para las empresas y proyectos productivos, principalmente en una coyuntura como la que enfrenta el país en la actualidad.

6.5. Indicadores de seguimiento a la política pública del sistema financiero

Con el fin de facilitar el seguimiento al impacto de las diferentes iniciativas que comprenden la política pública, el documento de política planteó un conjunto de indicadores cuantitativos por objetivo estratégico.

Tabla 3

Indicadores de seguimiento a la Política Pública

| Dimensión | Indicador | Línea base 2018 | 2020 | 2021 | Meta 2025 |
|--|--|-----------------|------|--------|-----------|
|  Promover la transformación eficiente del ahorro y la inversión | Profundización Asset Management (AuM Total/PIB) | 85% | 117% | 104,3% | 105% |
| | Número de emisores (renta variable y deuda) | 22 | 29 | 26 | 35 |
| | Monto (renta variable y deuda privada) / PIB | 0,6% | 1,1% | 0,5% | 1% |
|  Fomentar la inclusión financiera | Adultos con algún producto financiero | 81,4% | 88% | 89,9% | 87% |
| | Adultos con algún productos activos | 68,5% | 73% | 75,5%* | 80% |
| | Adultos con algún producto financiero en zonas rural | 61% | 63 | 69,2% | 70% |
| | Municipios con cobertura crítica | 29 | 10 | 36 | 0 |
| | Índice de penetración de seguros | 2,8% | 3% | 3% | 4% |
|  Consolidar la seguridad y estabilidad financiera | Brecha regulatoria frente a estándar de solvencia II | 80% | 80% | 80% | 10% |
| | Brecha regulatoria frente al estándar internacional de administradores de recursos de terceros | 50% | 20% | 15% | 5% |
|  Impulsar acceso al sistema de pagos | Número de POS por cada 10.000 habitantes | 130 | 188 | - | 170 |
| | Porcentaje de adultos que realizan pagos o compras en línea | 20% | 45% | - | 50% |

Fuente: URF.

En lo relacionado con el eje de la transformación eficiente del ahorro en inversión se sigue la representatividad de la industria de gestión de activos y de las emisiones que se dan en el mercado de valores respecto a la actividad económica agregada, ya que en la medida que se implementen las iniciativas relacionadas con la completitud de mercados y de incentivos a la entrada de inversionistas al mercado se espera que se dé un crecimiento significativo en estas variables.

En este frente se destaca que, en 2020 se observó una mejora significativa en el indicador de los recursos administrados respecto del PIB por el comportamiento contraccionista de esta última variable. No obstante, es importante resaltar que una vez se retoma la tendencia de recuperación de la producción nacional, el indicador presenta una evolución positiva respecto de la línea base y se acerca a la meta trazada para 2025.

En el frente de inclusión financiera se destaca que la tendencia de largo plazo de los indicadores de adultos con productos financieros, incluso en la ruralidad, fue potenciada por los diversos programas de subsidios entregados por el Estado desde 2020 en el contexto de la emergencia económica a través de productos financieros como depósitos

de bajo monto, particularmente el Programa de Ingreso Solidario. Lo anterior, se tradujo en un incremento de 7 pp en el indicador de adultos con un producto financiero y 2 pp en este mismo indicador a nivel rural de 2018 a 2020, superando incluso la meta para 2025 en el primer caso.

En la Tabla 3 se presenta la evolución de los indicadores relacionados anteriormente, desde 2018 como línea base hasta 2021. Es necesario resaltar que la evolución de estos no se atribuye únicamente a la implementación de la política y reconoce que, en el período reciente las cifras se ven afectadas por la coyuntura de la pandemia y la recuperación post Covid-19.

7. Retos

Los diferentes instrumentos de política, así como los desarrollos normativos mencionados han contribuido al cumplimiento de los objetivos planteados por el Gobierno nacional, sin embargo, aún persisten diferentes desafíos que deben ser trabajados con el ánimo de lograr un mercado más líquido, que potencie la participación de los inversionistas, que presente condiciones competitivas para la internacionalización y que sea a su vez la alternativa eficiente a la que acuden las empresas para encontrar fuentes de financiamiento. A continuación, se describen los principales retos a futuro.

7.1. Dinamización del mercado

Es relevante continuar promoviendo acciones y políticas que permitan mejoras en los indicadores de liquidez y profundidad del mercado, lo cual puede generar un impacto directo en la participación de nuevos emisores e inversionistas, permitiendo una mejor gestión de los recursos y de los riesgos de los diferentes agentes del mercado.

En Colombia, se observa una tendencia a invertir en emisores tradicionales y con calificaciones AAA, dejándose de lado una industria relevante con calificaciones AA o menos, la cual ha tenido importantes avances en otras jurisdicciones, y en ese sentido, se considera importante su promoción, con reglas claras sobre transparencia, revelación de información, gobierno corporativo, conocimiento de productos y la asunción de riesgos por parte de los participantes.

Además, con la finalidad de continuar desarrollando el mercado es fundamental seguir promoviendo instrumentos de financiación con componentes ambientales, sociales y de sostenibilidad. De acuerdo con las estadísticas de la Bolsa de Valores de Colombia¹¹⁰, actualmente hay cinco bonos verdes, seis bonos sociales, tres bonos sostenibles y un bono naranja, con recursos captados cercanos a los COP 4,7 billones. En los últimos años, este mercado de productos con componentes sociales y ambientales se ha desarrollado de manera importante en el mundo y Colombia no ha escapado a esta tendencia, observándose una dinámica en la oferta de estos productos – principalmente emisiones de entidades financieras- y mayor apetito de los inversionistas para acceder a los mismos – institucionales como AFP y aseguradoras.

Sobre este punto, es relevante mencionar que los inversionistas institucionales, se encuentran incorporando criterios ESG dentro de sus políticas de riesgo, así como interiorizando la importancia de contar con estos criterios dentro de sus procesos de inversión y gestión de riesgos.

¹¹⁰ BVC Sostenible. Recuperado de: <https://bvcostenible.bvc.com.co/home>

7.2. Profundización de la Educación Financiera

Un punto transversal en el desarrollo del mercado se relaciona con la educación financiera, es así como en el país se definió una Estrategia Nacional de Educación Económica y Financiera – ENEEF¹¹¹ que tiene por objetivo que más ciudadanos conozcan de mejor manera los productos y servicios financieros, que tengan más herramientas para tomar mejores decisiones en el manejo de sus finanzas y protegerse frente al fraude y otros riesgos. En este sentido, se han venido desarrollando diferentes acciones en los segmentos de actividades y poblaciones definidas. Igualmente se expidió el documento Conpes 4005, en el que se establece la Política Nacional de Inclusión y Educación Económica y Financiera, que busca integrar los servicios financieros a las actividades cotidianas de los ciudadanos y de las micro, pequeñas y medianas empresas (mipymes), atendiendo sus necesidades y generando oportunidades económicas para contribuir al crecimiento e inclusión financiera del país.

Sobre aspectos particulares del mercado de capitales, en el documento de política pública para el sector financiero se menciona como la participación activa de las personas naturales depende de su nivel de entendimiento sobre las características y el perfil riesgo – retorno de los productos y portafolios del mercado, para lo cual se promoverá una línea de trabajo específica en materia de educación financiera para los inversionistas. Esta iniciativa se articulará con las acciones que en este frente viene adelantando el Autorregulador del Mercado de Valores y la Bolsa de Valores de Colombia.

En esta línea el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV)¹¹² y otras entidades del sector han venido implementando programas que buscan una: “educación financiera enfocada a inversionistas actuales o potenciales del mercado de manera gratuita para que cuenten con los conocimientos y habilidades necesarias para la toma de decisiones financiera adecuadas, responsables e informadas, a través de la enseñanza especializada en temas relacionados con la inversión y protección del mercado de valores”. Al respecto, se considera que profundizar políticas de educación financiera en el mercado de valores, permitirá la entrada de nuevos inversionistas, así como posiblemente la llegada de nuevas empresas y proyectos buscando recursos a través de estos canales.

El Gobierno nacional continuará trabajando en el establecimiento de estrategias, acciones y políticas tendientes a solventar dichos retos.

7.3. Consolidación del proceso de internacionalización

La integración regional de los mercados de capitales es una tendencia que ha sido adoptada por economías de potencial local limitado para promover su desarrollo, liquidez y profundidad. Su objetivo fundamental ha sido generar eficiencias y sinergias en diferentes frentes de la cadena de valor, por medio de la diversificación de la oferta de productos, la ampliación de la base de inversionistas y economías de escala en los servicios de las infraestructuras.

El papel del Estado en los procesos de integración resulta fundamental, puesto que la homologación de prácticas regulatorias o la adopción de principios normativos comunes

¹¹¹ https://www.urf.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=/ConexionContent/WCC_CLUSTER-141922

¹¹² AMV (2020). “Aprendiendo sobre el mercado de valores: Guía práctica para la enseñanza del mercado de valores colombiano a jóvenes”. Recuperado de: <https://im.sura-am.com/sites/default/files/2020-11/APRENDIENDO-SOBRE-EL-MERCADO-DE-VALORES.pdf>

encaminan la actuación de los agentes hacia un mismo objetivo. En este frente y en línea con las recomendaciones de la Misión del Mercado Capitales (2019), Colombia ha implementado acciones unilaterales que contribuyen a la integración en el contexto de la Alianza del Pacífico. Constituye un desafío seguir avanzando en esta ruta, así como generar nuevos mecanismos o iniciativas de integración buscando complementariedad en los mercados con los que establezcan estos lazos.

Sin embargo, la integración de los mercados es un esfuerzo conjunto, en el que no solo los reguladores deben contribuir, sino que también se espera la participación del sector privado. Como antecedente de las eficiencias de las infraestructuras, se tienen las integraciones entre bolsas de valores que corresponden a una tendencia internacional, pues la identificación de beneficios y luego de procesos exhaustivos de implementación, que comprenden por demás modificaciones regulatorias, han llevado a que se consoliden mercados regionales, como es el caso de Euronext.

Frente al proceso iniciado por las bolsas de Santiago, Lima y Colombia constituye un reto velar porque el marco regulatorio promueva las eficiencias que se tienen como objetivo de la integración, y simultáneamente asegurar la competencia apropiada en el mercado en beneficio de los emisores e inversionistas.

7.4. Modernización tecnológica

El documento de política pública para el sector financiero 2020-2025 reconoce que uno de los factores que ha tenido mayor incidencia en la transformación de la prestación de los productos y servicios del sector financiero es la innovación y la tecnología aplicada a los procesos de estructuración, comercialización y experiencia del cliente. Lo cual ha traído beneficios en términos de bienestar que se traducen en mayor competencia, mayor eficiencia y por lo tanto en mayores cifras de acceso y uso a productos de ahorro como se mostró en la sección de indicadores; no obstante, la velocidad en la que ocurre este cambio tecnológico genera retos importantes para la regulación.

El entorno normativo debe ser lo suficientemente amplio y claro para promover la adopción tecnológica en la estructuración y distribución de productos del mercado y para la entrada de nuevos jugadores en el marco del desarrollo de la industria *Fintech*, y simultáneamente debe propender por la estabilidad del sistema, así como, por garantizar la protección del consumidor financiero. La conciliación de los elementos expuestos exige de la regulación cambiar de un enfoque reactivo a uno proactivo, en el que se establezcan principios de actuación generales para las posibles actividades u operaciones que en el mercado de capitales se puedan crear en el futuro.

7.5. Especialización

Es fundamental continuar desarrollando marcos normativos que brinden la posibilidad de que los intermediarios puedan ofrecer los servicios de manera especializada, permitiéndoles disminuir sus costos de operación y, por lo tanto, ofrecer productos y servicios menos costosos a los ciudadanos. De esta manera, se considera útil seguir trabajando en la creación de un marco legal flexible, acorde con estándares internacionales, con el fin de que más ciudadanos puedan acceder al mercado de capitales.

En este sentido, resulta indispensable establecer las condiciones para generar más competencia y facilitar la entrada de nuevas entidades que se especialicen en actividades, con requerimientos regulatorios proporcionales a su modelo de negocio.

7.6. Marco institucional

Colombia cuenta con un marco institucional consolidado y sólido para el mercado de capitales, en el cual se encuentran claramente separadas las funciones de regulación, supervisión y autorregulación. La primera de estas funciones se encuentra en cabeza del Presidente de la República y el Ministro de Hacienda y Crédito Público, con el soporte técnico de la URF, la inspección y vigilancia de la industria es realizada por la Superintendencia Financiera de Colombia y la autorregulación por intermedio del AMV para el caso de los intermediarios del mercado de valores.

En lo relacionado con la ejecución de la función de regulación y apoyo técnico para su elaboración, la URF ha venido adelantando en los últimos años un proceso de fortalecimiento institucional teniendo como base tres pilares: fortalecimiento del ciclo regulatorio, adopción de mejores prácticas internacionales de innovación regulatoria y la institucionalización del direccionamiento estratégico. Sin perjuicio de lo anterior, el dinamismo, las interrelaciones y complejidad de los mercados financieros actuales genera una serie de retos y exige un fortalecimiento constante de las entidades regulatorias, así como mayores capacidades de investigación para el desarrollo de políticas públicas, aumentar sus estrategias de comunicación con la ciudadanía para los procesos de consulta pública, contar con mecanismos robustos para el monitoreo y evaluación de las normas, lograr niveles de especialización en las labores de diseño de metodologías para la evaluación normativa y alimentar el proceso de proyección normativa con información derivada del monitoreo de las normas expedidas, temas que deben ser abordados en el corto, mediano y largo plazo por parte de dichas autoridades.

8. Reflexiones finales

A lo largo del periodo de análisis, 2018 – 2022, se han registrado avances importantes para el mercado de capitales: el diagnóstico de la situación del mercado adelantado por los comisionados de la Misión del Mercado de Capitales (2019) y la construcción de recomendaciones para promover un mercado más profundo, líquido y acorde con las necesidades de las empresas en el país. Aspectos que sirvieron de base para la definición de la política pública por parte del Gobierno nacional y para ajustar la institucionalidad para el seguimiento de sus avances.

Igualmente, se ha construido un marco regulatorio sólido y moderno que ha promovido eficiencias en diferentes aspectos de la oferta, la demanda y de las infraestructuras, así como para completar la curva de oferta para los distintos interesados en el mercado y la promoción del acceso a nuevos inversionistas. Sin embargo, persisten restricciones legales que dificultan contar con un mercado más competitivo y eficiente, por lo tanto, resulta relevante continuar trabajando en la elaboración de propuestas legislativas que permitan superar estas restricciones, generando los entornos regulatorios necesarios para atraer nuevos agentes que ejerzan sus actividades de manera especializada acordes con la innovación, y permitir que los inversionistas accedan al mercado de capitales en condiciones de mayor eficiencia y transparencia.

Por último, es preciso resaltar que el marco legal y normativo es una condición necesaria, mas no suficiente, para el desarrollo y avances del mercado de capitales. La confianza

y participación de los diferentes actores del mercado, es esencial, y en esta medida se hace necesario que actúen con mayor determinación para ofrecer nuevos productos, así como profundizar la demanda de servicios y productos y promover eficiencias en las infraestructuras. Un mercado de capitales dinámico requiere de la participación de todos los interesados, un mayor entendimiento de sus riesgos y beneficios, y un mayor desarrollo tecnológico acorde con las tendencias internacionales.

Referencias

- AMV (2020). “Aprendiendo sobre el mercado de valores: Guía práctica para la enseñanza del mercado de valores colombiano a jóvenes”. Recuperado de: <https://im.sura-am.com/sites/default/files/2020-11/APRENDIENDO-SOBRE-EL-MERCADO-DE-VALORES.pdf>
- Banco de Pagos Internacionales - BIS (julio 13 de 2021).” Fintech and the digital transformation of financial services: implications for market structure and public policy”. Recuperado de: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap117.html>
- BVC Sostenible. Recuperado de: <https://bvcsostenible.bvc.com.co/home>
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público - MHCP (octubre de 2020). Recuperado de: https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC_CLUSTER-148012%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased
- URF (2019). Informe Final de la Misión del Mercado de capitales. Recuperado de: https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC_CLUSTER-119774%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased
- URF (2019). “Informe Final de las Recomendaciones de la Misión del Mercado de Capitales”. Recuperado de: https://www.urf.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC_CLUSTER-119774%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased

Capítulo 8

Reflexiones sobre el esquema de encaje bancario en Colombia

Autor: Dirección Financiera y de Riesgos de Asobancaria¹¹³

¹¹³ En la construcción de este capítulo participaron: (i) Liz M. Bejarano Castillo, Directora Financiera y de Riesgos; (ii) Laura Sofía Rincón Coronado, Profesional Máster; y (iii) Santiago Hurtado, Profesional Junior.



1. Introducción

El encaje bancario corresponde a un porcentaje de los depósitos del público que los establecimientos de crédito deben mantener en forma de efectivo en sus cajas o en las cuentas que tienen con el Banco Central, de forma tal que no pueden ser utilizados para otorgar créditos o realizar inversiones. De esta manera, el encaje se constituye con el fin de garantizar a los depositantes que su entidad bancaria cuenta con la liquidez necesaria para que dispongan de su dinero en cualquier momento.

Así mismo, a lo largo de la historia el encaje se ha constituido en una de las herramientas de política monetaria contracíclica y macro prudencial más utilizada por las autoridades monetarias, debido a su efectividad e inmediatez para regular la liquidez del sistema financiero, reducir la volatilidad de los tipos de interés a corto plazo y proteger la economía contra los riesgos de solvencia y liquidez.

De acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI)¹¹⁴ las principales razones por las que los bancos centrales tienden a definir porcentajes de encaje bancario son:

- a) **Función prudencial:** el encaje bancario al constituirse como una reserva brinda protección sobre los riesgos de liquidez y de solvencia de los establecimientos de crédito, en momentos en los que una salida inesperada de recursos puede traducirse en dificultades de flujo de caja, al servir de respaldo de los depósitos del público.
- b) **Herramienta de control monetario:** el encaje es un instrumento de política monetaria que puede actuar de dos formas: (i) al incrementarse restringe la capacidad de que crezca la hoja de balance de los bancos comerciales y (ii) al modificarse puede influenciar el spread entre las tasas de captación y colocación, con el fin de afectar los agregados monetarios y con esto la inflación.
- c) **Gestión de la liquidez:** las autoridades monetarias pueden usar esta herramienta de forma activa o pasiva. Cuando se hace una gestión activa, el Banco Central inmoviliza los excedentes de las reservas por mandato administrativo, de modo que el impacto de un periodo de tasas de interés bajas y alta demanda de moneda extranjera, no conduzca a su vez a un aumento de la inflación o depreciación.

Así mismo, pueden adoptar un enfoque pasivo, cuando la autoridad monetaria permite cumplir el coeficiente de encaje en promedio durante un período. Esta medida facilita la gestión de la liquidez a corto plazo por parte de los bancos comerciales, y produce una reducción de la volatilidad de las tasas de interés a corto plazo.

Si bien durante la mayor parte del siglo XX, el coeficiente de encaje bancario fue determinante para las autoridades monetarias, desde los años noventa ha perdido relevancia por varias razones. Por un lado, su función prudencial ha sido reemplazada con la implementación de las disposiciones de liquidez de Basilea III, las cuales exigen a las entidades contar con activos líquidos para responder a momentos de estrés. Adicionalmente, su función de control monetario se transformó cuando los agregados monetarios dejaron de ser el objetivo de política de la mayoría de los bancos centrales, y cuando sus efectos sobre la intermediación financiera comenzaron a restringir el crédito. Finalmente, el encaje ha dejado de ser un instrumento que permita realizar una gestión activa de la liquidez del sistema, por lo que la mayoría de las autoridades monetarias únicamente modifican el coeficiente en momentos de estrés como se observó durante la pandemia del COVID-19.

¹¹⁴ FMI (2011). "Balance de los bancos centrales y requerimientos de reserva". Recuperado de: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Central-Bank-Balances-and-Reserve-Requirements-24648>

Por lo anterior, la posición que han tomado la mayoría de los bancos centrales es eliminar este requerimiento, reducirlo para volverlo marginal, o convertirlo en un instrumento que complementa la fijación de la tasa de interés de corto plazo en un régimen de inflación objetivo, de forma tal que incida sobre el crecimiento de la cartera del sector financiero de manera contracíclica¹¹⁵.

Este documento incluye las siguientes secciones: (i) la primera contiene una revisión general de las prácticas de las autoridades monetarias a nivel internacional en cuanto al uso del encaje bancario; (ii) la segunda expone el funcionamiento del encaje bancario en Colombia; (iii) la tercera incluye algunas observaciones y reflexiones al esquema actual de encaje; (iv) la cuarta da cuenta de la propuesta del sector bancario de reducir este coeficiente de encaje en Colombia al 4%; y (v) la quinta sugiere algunas oportunidades de mejora identificadas por el gremio.

2. Evolución del encaje bancario a nivel internacional

A comienzos del siglo XX, al implementarse el modelo de banca central, perdió vigencia el objetivo original de las reservas bancarias que era preservar la convertibilidad de los depósitos. De esta forma, la función del encaje comenzó a transformarse convirtiéndose en uno de los instrumentos más utilizados por las autoridades monetarias, adoptando un papel diferente en la medida en que evolucionaba la política monetaria.

Después de la Segunda Guerra Mundial, el encaje sirvió como una herramienta de control monetario hasta que los bancos centrales comenzaron a definir políticas de inflación objetivo. Posteriormente, el encaje fue utilizado para absorber la liquidez derivada de factores exógenos como entradas de capitales de externos, mientras a principios de los noventa, se le asignó la función de estabilizar la tasa de interés de los mercados de corto plazo ante cambios abruptos en las tasas de interés¹¹⁶.

Hoy en día, tras la crisis subprime de 2008 este instrumento ha perdido efectividad al ser reemplazado por medidas prudenciales de liquidez de corto y largo plazo que permiten realizar un control dinámico de la liquidez individual de cada banco, acorde con el comportamiento de los mercados. Por otra parte, el encaje ha dejado de ser un mecanismo para el control del crecimiento de los agregados monetarios, principalmente por el efecto que este requerimiento tiene sobre la tasa de interés de la cartera del sistema financiero.

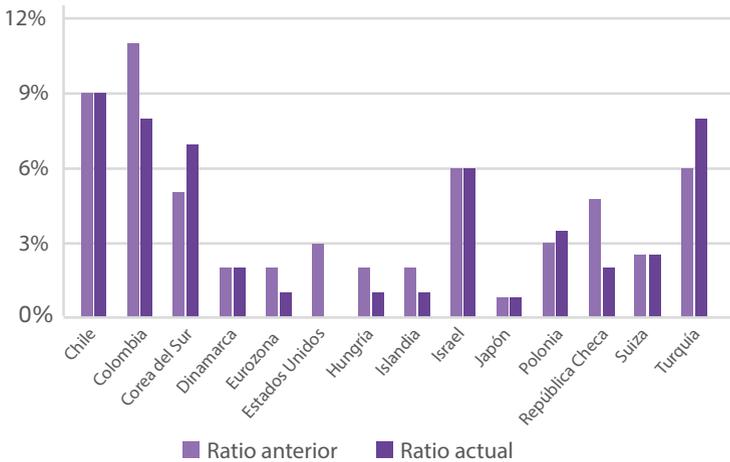
Teniendo en cuenta lo anterior, la Gráfica 1 muestra que en el periodo comprendido entre 1990 y 2022 se ha evidenciado una marcada tendencia de reducción de los coeficientes de encaje a nivel internacional, particularmente en los países miembro de la OCDE.

¹¹⁵ Bustamante, C. (2011). "Política monetaria contracíclica y encaje bancario". Borradores de Economía N° 646. Recuperado de: https://repositorio.banrep.gov.co/bitstream/handle/20.500.12134/5663/be_646.pdf

¹¹⁶ Avella Gómez, M. (2007). "El encaje bancario en Colombia Perspectiva General". Borradores de economía N°470. Recuperado de: <https://www.banrep.gov.co/docum/ftp/borra470.pdf>

Gráfica 1

Evolución Coeficiente del Encaje a Nivel Internacional



Fuente: Bancos centrales de cada país. Elaboración propia.¹¹⁷

Actualmente, la mayoría de los países desarrollados no cuentan con un coeficiente de encaje bancario, por ejemplo, Reino Unido, Canadá, Australia, Nueva Zelanda, Noruega, Suiza y Dinamarca. De igual forma, al analizar la región se encuentra que Panamá y México tampoco tienen esta exigibilidad.

Al analizar otras jurisdicciones se evidencia una disminución de este coeficiente en la Zona Euro¹¹⁸, Croacia y Perú, como consecuencia de la implementación de los diferentes mitigantes de riesgo propuestos por Basilea. De la misma forma, en otros países (incluido Colombia) se ha reducido este requerimiento con el fin de liberar una mayor cantidad de recursos que estimulen el crédito y dinamicen la economía, para mitigar los impactos generados por la pandemia de COVID-19.

Tabla 1

Requisitos de encaje

| País | Última Actualización | Ratio Anterior | Ratio Actual | Diferencia |
|----------------|----------------------|----------------|--------------|------------|
| Chile | | 9,00% | 9,00% | 0,00% |
| Colombia | 22/04/2020 | 11,00% | 8,00% | -3,00% |
| Corea Del Sur | 28/06/2006 | 5,00% | 7,00% | 2,00% |
| Dinamarca | | 2,00% | 2,00% | 0,00% |
| Eurozona | 18/01/2012 | 2,00% | 1,00% | -1,00% |
| Estados Unidos | 15/03/2020 | 3,00% | 0,00% | -3,00% |
| Hungría | 1/02/2017 | 2,00% | 1,00% | -1,00% |
| Islandia | 1/02/2020 | 2,00% | 1,00% | -1,00% |
| Israel | | 6,00% | 6,00% | 0,00% |

¹¹⁷ El corte de los datos de cada país corresponde a la última fecha en que su esquema de encaje fue modificado el detalle se puede observar en la Tabla 1. Requisitos de Encaje

¹¹⁸ Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Países Bajos y Portugal.

| | | | | |
|-----------------|------------|-------|-------|--------|
| Japón | 1/12/2020 | 0,81% | 0,82% | 0,01% |
| Polonia | 1/12/2010 | 3,00% | 3,50% | 0,50% |
| República Checa | 27/06/2016 | 4,75% | 2,00% | -2,75% |
| Suiza | | 2,50% | 2,50% | 0,00% |
| Turquía | 1/02/2021 | 6,00% | 8,00% | 2,00% |

Fuente: Bancos centrales de cada país. Elaboración propia.

Adicionalmente, se observa que para la constitución del encaje en la mayoría de jurisdicciones se admite el efectivo en caja de las entidades bancarias o el depositado en las cuentas que mantienen en el Banco Central; sin embargo, algunas autoridades monetarias permiten cumplir con este requerimiento a través de: (i) valores emitidos por el Banco Central, (ii) depósitos a plazo fijo en títulos públicos, (iii) instrumentos de regulación monetaria, (iv) Bonos del Tesoro, (v) cédulas hipotecarias, y (vi) depósitos a la vista en un banco extranjero.

En seguida se presenta el detalle de estos esquemas:

Tabla 2

Características y ajustes a los esquemas de encaje en Latinoamérica y Estados Unidos

| Pais | Porcentaje de encaje | Remuneración | Admisión de recursos | Medidas COVID |
|----------|---|---|---|--|
| USA | 0% | Sí, la tasa de interés sobre el encaje obligatorio y sobre el exceso de encaje es del 0,1% | Los requisitos de encaje deben satisfacerse manteniendo efectivo en la bóveda y, si el efectivo en la bóveda es insuficiente, manteniendo un saldo en una cuenta en un Banco de la Reserva Federal. | A partir del 26 de marzo de 2020, los coeficientes de encaje requerido se redujeron: *De 10% a 0% para los depósitos netos de transacciones por encima del nivel del tramo de encaje. *De 3% a 0% para los depósitos netos de transacciones por debajo del nivel del tramo de encaje. |
| Chile | Vista: 9% Plazo: 3,6% | No, a partir de 2019. | Efectivo disponible en caja en las entidades bancarias o depositado a la vista en el Banco Central. | Del 9 de marzo al 8 de septiembre de 2020, el encaje en moneda extranjera podrá constituirse no sólo en USD, sino también en EUR y JPY. Asimismo, durante dicho periodo los excedentes de encaje en moneda nacional podrán utilizarse para cubrir déficit de encaje en cualquier moneda extranjera. |
| Perú | Moneda local: 5% Moneda extranjera: 9% | Sí, el encaje adicional será remunerado: (i) en moneda nacional a la tasa mayor entre 0% y la tasa de interés de los depósitos overnight en soles menos 195 pb; y (ii) moneda extranjera a la tasa mayor entre 0% y 25% de la diferencia entre la LIBOR a 1 mes menos 1/8 del 1%. | Efectivo disponible en caja en las entidades bancarias o como depósitos de cuenta corriente del BC. | A partir del 30 de marzo de 2020: (i) se redujo de 50% a 9% la tasa de encaje del régimen especial para las obligaciones con plazos promedio ≤ 2 años con entidades financieras del exterior; y (ii) se suspendió hasta diciembre de 2020 el requerimiento de encaje adicional en moneda extranjera. |
| Salvador | 1 – 15% según el tipo de obligación. | Sí, el Banco Central establece la remuneración por los depósitos a la vista e inversión en títulos valores por concepto de encaje y cobrará una comisión por la administración de este encaje. | El encaje podrá estar constituido por depósitos a la vista en el BC o en un banco extranjero; así como en títulos valores emitidos por el BC para los efectos de encaje. | De marzo de 2020 al 22 de junio de 2021 se redujo el requerimiento de encaje de los bancos, pasando del rango 1-25% a 1-15% según el tipo de obligaciones. |
| Honduras | 9% | Sí, se remuneran las inversiones obligatorias, aunque el encaje legal no. | El encaje en moneda nacional y extranjera deberá estar constituido en su totalidad en depósitos a la vista en el BC. | En septiembre de 2020 se redujo el encaje en moneda legal de 12% a 9%, al mismo tiempo dispuso un requerimiento de inversiones obligatorias de 3% para capitalizar el fondo de garantías de las Pymes. |

| | | | | |
|------------|---|--|--|---|
| Guatemala | Vista: 14,6% | Sí, el Banco Central remunera el 0,6% de los saldos de los depósitos de corto plazo en moneda nacional y extranjera, y el 14,6% de los saldos de las obligaciones financieras bonos con garantías de recompra o desinversión anticipada en moneda nacional y extranjera. | En el cómputo del encaje además del efectivo también se podrá incluir, en su orden, Certificados de Depósito expedidos por el Banco de Guatemala, Bonos del Tesoro y cédulas hipotecarias garantizadas por el FHA. | En mayo de 2020, se flexibilizaron los títulos admisibles en el cómputo del encaje, permitiendo que se constituya además de con efectivo, con certificados de Depósito expedidos por el Banco de Guatemala, Bonos del Tesoro y cédulas hipotecarias garantizadas por el FHA. |
| Uruguay | Vista y menor a 30 días: 15% Entre 30 y 90 días: 3% Entre 90 y 180 días: 2% Entre 180 y 365 días: 2% Mayor a 365 días: 1% | Sí, se remunera el encaje mínimo obligatorio en moneda nacional al 5% anual. | El encaje deberá constituirse en moneda legal en los depósitos del Banco Central. | En abril del 2020, el encaje mínimo obligatorio en moneda nacional se disminuyó transitoriamente hasta el 30 de junio de 2020, de acuerdo con el plazo de las obligaciones: *De 22% a 7% - menor a 30 días. *De 11% a 5% - entre 30 y 90 días. *De 7% a 5% - entre 91 y 180 días. *De 5% a 2% - entre 181 y 366 días. |
| Brasil | 17% | Sí, el saldo del cierre diario de la cuenta de encaje o cuenta de liquidación, recibirá una remuneración calculada con base en la tasa Selic. $R = \text{Saldo} \times [(1 + \text{Selic})^{1/25} - 1]$ | El encaje debe constituirse en efectivo en la cuenta de encaje o Cuenta de liquidación de las entidades en el Banco Central. | El 20 de febrero de 2020, el Banco Central redujo el encaje de 31% a 25%. |
| Costa Rica | 12% | No. | Debe mantenerse como reserva bajo la forma de efectivo en las bóvedas de los bancos o en el Banco Central. | |
| Argentina | 15,50% | Sí, el saldo que se registre al cierre de cada día hábil en las cuentas corrientes devengará interés por el plazo de un día hábil, a la tasa que se fije diariamente y que será transmitida a través de la Mesa de Operaciones de Cambio y de Mercado Abierto. | Debe mantenerse en una cuenta corriente en pesos en el Banco Central de la República de Argentina. | |
| Eurozona | 1% | Sí, se remunera el tramo exento del exceso de liquidez al tipo anual del 0% y el tramo no exento remunerará al tipo menor entre el 0% y el tipo de la facilidad de depósito. | Deben mantenerse en forma de depósito en el Banco Central Europeo. | En enero de 2020 se flexibilizaron las exigencias de encaje, exclusivamente para las entidades financieras que otorgan financiación a las Pymes. |

Fuente: Bancos centrales de cada país. Elaboración propia

De acuerdo con Montoro y Moreno¹¹⁹, para el caso de América Latina los requerimientos de encaje se han utilizado para: (i) minimizar los efectos de entradas de capitales; (ii) reforzar la transmisión de la política monetaria; (iii) restaurar el mecanismo de transmisión de la política monetaria durante periodos de tensión, sirviendo posiblemente como alternativa a las compras de activos a gran escala; y (iv) contrarrestar los desequilibrios financieros asociados al excesivo crecimiento del crédito.

Sin embargo, los efectos secundarios del encaje han reducido la dependencia de este instrumento por parte de los bancos centrales, principalmente porque los recursos mantenidos tienden a no tener ningún rendimiento convirtiéndose en un impuesto sobre el

¹¹⁹ Montoro, C. y Moreno, R. (marzo de 2011). "Los requerimientos de encaje como instrumento de política monetaria en América Latina". Informe Trimestral del BPI. Recuperado de: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1103g_es.pdf

sector bancario, que genera desventajas competitivas sobre otras instituciones financieras que no están sujetas a encaje, lo que eleva los costos del crédito y genera que las entidades reemplacen sus pasivos por otras fuentes de financiamiento.

De esta forma, puede concluirse que, si bien a lo largo de la historia los requerimientos han ayudado a estabilizar las tasas de interés interbancarias y a influir en las tasas del mercado al moderar los impactos de los flujos de capitales, la mayoría de las jurisdicciones han reducido o eliminado su requerimiento de encaje bancario, principalmente por los efectos que genera sobre la intermediación financiera. Así mismo, otros países han flexibilizado este requisito permitiendo su constitución en otro tipo de activos o remunerando los recursos depositados en los bancos centrales.

3. Historia del encaje bancario en Colombia

En 1923 se llevó a cabo una reforma financiera que buscó crear un sistema sostenible de finanzas públicas y una banca central que pudiera cumplir con el objetivo de conseguir estabilidad monetaria. En esta reforma, se implementó el encaje bancario, el cual se contemplaba como una reserva de liquidez para garantizar la convertibilidad de los depósitos del público¹²⁰.

En los primeros años de la banca central, existía insuficiencia de reservas para respaldar retiros masivos de depósitos, por lo que el Banco de la República adoptó el papel de prestamista de última instancia, cuya función era atender las demandas temporales de liquidez del sistema bancario en aquella época.

En esta transición financiera, se promulgaron dos leyes (Ley 25 de 1923 y Ley 45 del mismo año) que establecieron los objetivos y funciones de la banca central y comercial. Al respecto, se resaltó lo siguiente:

- Se definió la función del redescuento y la tasa correspondiente, como mecanismo de política del Banco de la República.
- Se precisó el concepto de liquidez de la cartera bancaria¹²¹.
- Se adoptó la regulación del capital bancario mínimo requerido.
- Se estableció el requerimiento de encajes mínimos sobre los depósitos de los individuos.

Dos años más tarde, en 1925, surgieron ligeras modificaciones a las leyes mencionadas con el objetivo de contar con niveles bajos y estables del interés sobre los créditos bancarios. Sin embargo, los cambios tuvieron algunas limitaciones, debido a que la economía pertenecía al régimen monetario global regulado por el patrón oro, cuya quiebra llevó a las jurisdicciones a empezar un proceso de ajuste que concluyó a finales de la década de los 30 con la estabilización de las monedas y el sostenimiento de la tasa de cambio, lo que favoreció el progreso del encaje en Colombia.

Posteriormente, a finales de 1943, se establecieron algunas medidas que buscaban controlar el aumento de la liquidez bancaria a través de la adquisición de títulos emitidos por el Banco Central. Gracias a estas medidas, en 1946, la Superintendencia Bancaria¹²²

¹²⁰ Avella, M. (2007). "El encaje bancario en Colombia Perspectiva General". Borradores de Economía N°470. Recuperado de: https://repositorio.banrep.gov.co/bitstream/handle/20.500.12134/5488/be_470.pdf

¹²¹ De acuerdo con el relato clásico correspondiente a préstamos no mayores a noventa días.

¹²² Actualmente, Superintendencia Financiera de Colombia (SFC).

implementó los “topes de cartera”, mediante los cuales se estableció que los bancos comerciales no podían aumentar sus préstamos por encima de unos niveles.

De esta manera, los banqueros tuvieron que recurrir a un pacto implícito en el cual se acordó controlar los niveles de colocación. Este nuevo encaje “flexible” fue implementado hasta 1951 a través del Decreto 756 de ese año. Es de resaltar que durante esta época se consideró que la asignación crediticia era una de las funciones más importantes del Banco Central en la economía, pues dicha orientación haría parte de los instrumentos con los que el Banco de la República llevaría a cabo parte de sus políticas contracíclicas.

Durante los años venideros se ejecutaron transformaciones a los encajes, las cuales buscaban liberar recursos de las entidades bancarias si estos se dirigían a atender sectores objetivo. Posteriormente, las reformas establecidas comenzaron a tener un mayor grado de complejidad y empezaron a tener efectos sobre las inversiones, algunas obligatorias y otras voluntarias. Así pues, los bancos estaban autorizados para realizar las siguientes inversiones voluntarias sustitutivas del encaje:

- La totalidad de los encajes sobre los CDT en títulos nominativos de crédito del Fondo Financiero Industrial (FFI) y del Fondo de Inversiones Privadas (FIP).
- Hasta 16 puntos del encaje sobre depósitos de ahorro en cédulas hipotecarias.
- Hasta 14 puntos del encaje sobre depósitos a término exigibles a más de 30 días en títulos del FFI.
- Hasta 1 punto del encaje de las exigibilidades a la vista y antes de treinta días sujetas a encaje ordinario, en Pagaré Provivienda del Instituto de Crédito Territorial (ICT).

A partir de la década de los 90 los compromisos de los banqueros se simplificaron y se protegió su libertad en cuanto a la elección de sus portafolios y en la asignación de los créditos. Un ejemplo claro de lo anterior es que se redujo el encaje requerido promedio sobre las distintas exigibilidades, disminuyendo los encajes marginales impuestos en años anteriores.

Considerando lo anterior, cabe resaltar que, desde su creación en 1923 hasta 1990, el encaje fue concebido como el principal mecanismo de control monetario; sin embargo, tras la “liberación financiera”, con la instauración de la Junta Directiva del Banco de la República como autoridad monetaria, el encaje comenzó a perder protagonismo debido a que se estableció como principal objetivo de política monetaria el control de la inflación, dejando como meta intermedia los agregados monetarios¹²³.

Gracias a la recomposición del activo y las mejoras en la liquidez que esto conlleva, en 1998 se disminuyeron los porcentajes de encaje tanto para depósitos a la vista como para los depósitos a plazo y, de igual modo, para reducir las debilidades de las entidades bancarias, el encaje comenzó a ser remunerado. Lo anterior continuó sin ninguna alteración hasta 2007, donde el Banco Central impuso un encaje marginal con valores entre el 5% y el 27% según el tipo de exigibilidad, mientras que el porcentaje de encaje ordinario requerido fue disminuido.

¹²³ García, A., Gómez, J., Mora, T., y Villamizar, M. (2015). “Una historia exhaustiva de la regulación financiera en Colombia: El caso del encaje bancario, derivados financieros y riesgos de crédito”.

Debido a la quiebra de Lehman Brothers en 2008 y a las restricciones de liquidez internacional que derivó de ella, se ejecutaron modificaciones importantes en el encaje bancario como la eliminación del encaje marginal y el aumento de los porcentajes del encaje ordinario y, un año después, la desaparición de la remuneración del encaje. Desde 2009 hasta la actualidad, se han realizado algunas modificaciones en el cálculo del encaje requerido, así como nuevas exigibilidades incluidas en este.

Finalmente, en abril de 2020 el Banco de la República en una reunión extraordinaria decidió reducir los encajes bancarios de los depósitos vista de 11% a 8% y de los depósitos a plazo de 4,5% a 3,5%, con el fin de liberar liquidez a la economía en el marco de la pandemia del COVID-19.

4. Funcionamiento del encaje bancario

Las disposiciones del encaje bancario se encuentran contenidas en la Resolución Externa N°5 de 2008 del Banco de la República. Dentro de sus disposiciones establece que los establecimientos de crédito deben mantener un encaje ordinario diferenciado según las exigibilidades¹²⁴:

Tabla 3

Encaje bancario sobre el monto de las exigibilidades

| Porcentaje de 8% (Depósitos vista) | Porcentaje de 3,5% (Depósitos a plazo <18 meses) | Porcentaje de 3,5% (Depósitos a plazo >18 meses) |
|---|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> • Depósitos de ahorro, simples, especiales y en cuenta corriente. • Fondos en Fideicomiso y cuentas especiales. • Bancos y corresponsales. • Servicios de recaudo. • Aceptaciones después del plazo. • Contribución sobre transacciones. • Impuestos sobre las ventas por pagar. • Cheques girados no cobrados. • Recaudos realizados. • Cuentas canceladas. • Cuentas de ahorro especial y de valor real. • Depósitos electrónicos. | <ul style="list-style-type: none"> • Certificados de depósito a término menores de 18 meses. • Depósitos de ahorro con certificado a término (CDAT) emitidos con un plazo igual o superior a 30 días e inferior a 18 meses sin redención anticipada. • Certificados de ahorro de valor real menores de 18 meses. • Bonos de garantía general menores de 18 meses. • Bonos denominados en moneda legal y pagaderos en divisas, emitidos en los mercados internacionales de capitales, menores de 18 meses. | <ul style="list-style-type: none"> • Certificados de depósito a término iguales o superiores a 18 meses. • Depósitos de ahorro con certificado a término (CDAT) emitidos con un plazo igual o superior a 18 meses sin redención anticipada. • Certificados de ahorro de valor real iguales o superiores a 18 meses. • Bonos de garantía general iguales o superiores a 18 meses. • Bonos denominados en moneda legal y pagaderos en divisas, emitidos en los mercados internacionales de capitales, iguales o mayores a 18 meses. |

¹²⁴ Resolución Externa N°20 de 2020. Por la cual se modifica la Resolución Externa N°5 de 2008, por la cual se expiden y compendian las normas sobre el régimen del encaje de los establecimientos de crédito.

- Depósitos de ahorro con certificado a término (CDAT) emitidos con un plazo inferior a 30 días sin redención anticipada.
- Depósitos de ahorro con CDAT redimibles antes de su vencimiento.

- Otros bonos menores de 18 meses.
- Sucursales y Agencia.

- Otros bonos iguales o superiores a 18 meses.
- Compromisos de transferencia realizados con la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional en operaciones repo, en operaciones simultáneas y por transferencia temporal de valores donde el originador recibe dinero, independientemente de que las operaciones se compensen y liquiden en cámaras de riesgo central de contraparte.

Fuente: Resolución Externa N°5 de 2008 del Banco de la República.

Como se mencionó anteriormente, el encaje ordinario no obtiene remuneración de ningún tipo y debe estar representado por los depósitos en el Banco de la República o efectivo en caja. Sin embargo, es de resaltar que los depósitos remunerados en el Banco Central no son computables de encaje.

Así mismo, la posición de encaje está constituida por la diferencia entre la cantidad de recursos disponibles por los establecimientos de crédito para el cumplimiento de este requerimiento y el monto de encaje legal.

El encaje requerido y las disponibilidades para cubrirlo se miden por períodos de dos semanas, y se calculan como el promedio aritmético de los encajes requeridos y disponibilidades de los días calendario de cada período comprendido entre el miércoles y el martes de la semana subsiguiente, ambos días incluidos. Cada vez que finaliza un período de cálculo del encaje requerido inmediatamente comienza a correr un nuevo período. Si la diferencia entre los promedios de encaje requerido y encaje disponible es positiva, la entidad presenta un exceso promedio diario, de lo contrario presentará un defecto.

Cuando las entidades presentan defectos promedios diarios de encaje, la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) aplica una sanción pecuniaria en favor del Tesoro Nacional, equivalente al valor que resulte mayor entre: el 3,5% del valor de los defectos sobre el total de los días calendario del respectivo mes y diez (10) salarios mínimos legales mensuales. Adicionalmente, la SFC puede aplicar sanciones personales conforme a sus competencias, en particular las previstas en el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero.

En este sentido, el encaje bancario lleva a que los establecimientos de crédito deban enfrentarse a una disyuntiva: mantener las reservas muy cerca del nivel mínimo requerido para maximizar sus ganancias (debido a que los saldos encajados no generan ningún tipo de rendimiento) y, al mismo tiempo, evitar deficiencias de encaje creadas por las multas y sanciones que genera su incumplimiento y a los riesgos reputacionales que produce desencajarse.

Como los bancos demandan saldos al Banco Central por motivos transaccionales para realizar sus operaciones de liquidez, cada transacción tiene efectos sobre su nivel de reservas, lo que puede llevar a las entidades a desencajarse de forma fácil o que, en coyunturas volátiles, prefieran mantener excesos por motivos precautelativos.

De esta forma, para permitir cierto nivel de holgura con el manejo de la liquidez, el encaje se define como un promedio bisemanal, que les permite a los bancos comerciales realizar compensaciones de posiciones de defecto con posiciones de exceso en diferentes días, con el fin de aprovechar oportunidades de mercado y soportar volatilidades de la tasa de interés.

5. Observaciones al esquema actual de encaje

De acuerdo con el FMI el encaje bancario tiene tres finalidades: (i) garantizar que los bancos mantengan una alta proporción de activos líquidos respecto a su nivel de pasivos; (ii) realizar control monetario al restringir el crecimiento del balance de los bancos comerciales e influir directamente en el diferencial de tasas; y (iii) facilitar la transaccionalidad diaria por parte de los bancos comerciales.

A continuación, se realizará un análisis de cada una de estas funciones en el esquema actual de encaje en Colombia:

a) Función de Reserva de Liquidez

Una de las causas de la crisis financiera internacional que estalló en 2008, fue la inadecuada gestión del riesgo de liquidez por parte de los bancos, situación que sometió al sistema a importantes presiones e hizo necesaria la intervención de los bancos centrales para respaldar el funcionamiento de los mercados monetarios. A raíz de esto se han realizado numerosos esfuerzos para que la regulación avance con el fin de que las instituciones financieras administren de forma adecuada las reservas de liquidez y puedan respaldar los riesgos asumidos en la gestión de sus balances.

A nivel internacional, el BIS publicó el documento *“Principios para la adecuada gestión y supervisión del riesgo de liquidez”* en 2008, que posteriormente complementó con la introducción de dos estándares de liquidez financiera: el Coeficiente de Cobertura de Liquidez (LCR)¹²⁵ y el Coeficiente de Financiación Estable Neta (NSFR)¹²⁶.

En la actualidad, las entidades del país están culminando la convergencia a las medidas de liquidez de Basilea III. Por un lado, en junio de 2018 la SFC publicó la CE N°009 que alinea el Indicador de Riesgo de Liquidez (IRL) con el LCR a través de: (i) el establecimiento de los factores de retiros netos diferenciados que permiten la adecuada medición de los requerimientos de liquidez no contractuales; y (ii) la actualización de los porcentajes de castigo al valor de algunos activos líquidos, como parte de la revisión integral del sistema de administración de riesgo de liquidez.

Adicionalmente, en julio de 2019 el Supervisor expidió la CE N°019 que implementa el CFEN, cuyo periodo de transición para el cumplimiento del mínimo regulatorio se encuentra

¹²⁵ Su objetivo es promover la resistencia a corto plazo del perfil de riesgo de liquidez de un banco, garantizando que tenga los suficientes activos líquidos de alta calidad para superar un periodo de tensión significativo durante todo un mes.

¹²⁶ Complementa el LCR y su objetivo es hacer sostenible la estructura de activos y pasivos de la entidad en el largo plazo.

previsto para el 31 de marzo de 2023, en un 100% para las entidades del grupo 1¹²⁷ y en un 80% para entidades del grupo 2¹²⁸.

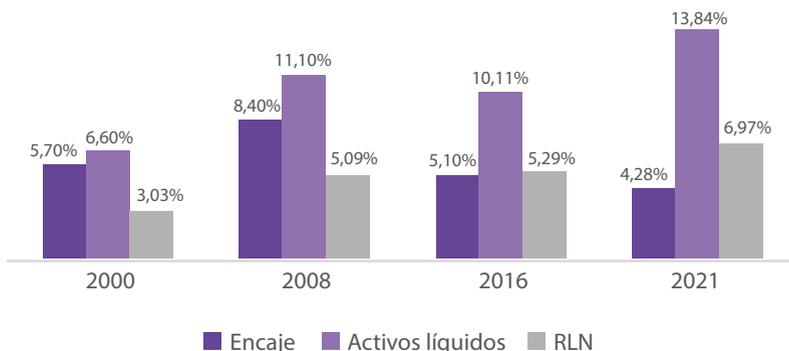
Teniendo en cuenta lo anterior, el IRL establece un requerimiento mínimo de activos líquidos para cubrir las potenciales salidas estimadas bajo una situación de estrés, lo cual representa una garantía respecto al adecuado nivel de liquidez que debe existir en el sistema financiero para respaldar los riesgos asumidos por los bancos en su gestión de balance; mientras el CFEN limita la excesiva dependencia de fuentes inestables de financiación de los activos estratégicos que a menudo son ilíquidos, generando que las entidades mantengan un perfil de fondeo estable en relación con sus activos.

En este sentido, si bien la función principal del encaje es garantizar que las entidades mantengan suficiente efectivo para responder a sus depositantes, con la implementación de los estándares de riesgo de liquidez esta finalidad pierde eficacia, teniendo en cuenta que el IRL exige una mayor proporción de activos líquidos al ajustarse a la estructura de los balances y a la coyuntura de los mercados, reconociendo la volatilidad y el perfil de vencimientos de los pasivos de los bancos.

La Gráfica 2 muestra el nivel de encaje, los activos líquidos del sistema financiero (como proporción del saldo total de activos del balance), y el requerimiento neto de liquidez (RNL), calculado como el IRL sobre el total de activos, para los años 2000, 2008, 2016 y 2021. El análisis evidencia que en todos los casos la reserva de liquidez se ha compuesto por activos líquidos y su nivel siempre ha superado en gran medida al del encaje.

Gráfica 2

Evolución Activos Líquidos y Encaje en Colombia (%) ¹²⁹



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia. *Elaboración y cálculos propios.*

** Cifras a diciembre de cada año.*

¹²⁷ Grupo 1: Establecimientos bancarios cuyos activos representen el 2% o más del total de los activos del sector bancario con corte a 31 de diciembre del año inmediatamente anterior a la fecha de corte del cálculo.

¹²⁸ Grupo 2: Establecimientos bancarios cuyos activos representen menos del 2% del total de los activos del sector bancario con corte a 31 de diciembre del año inmediatamente anterior a la fecha de corte del cálculo.

¹²⁹ Las cuentas utilizadas bajo el esquema contable COLGAAP para el periodo 2006-2014 para el cálculo de Activos Líquidos, fueron: 130401, 130402, 130403, 130404, 130405, 130406, 130409, 130410, 130411, 130414, 130415, 130415, 130416, 130417, 130418, 130495, 130801, 130802, 130803, 130804, 130805, 130806, 131301, 131302, 131303, 131304, 131305, 131306, 131307, 131308, 131309, 131310, 131311, 131314, 131315, 131316, 131317, 131318, 131395, 134601, 134602, 134603, 134604, 134605, 134606, 134607, 134608, 134609, 134610, 134611, 134614, 134615, 134616, 134617, 134618, 134695 y 620830.

Las cuentas utilizadas bajo el esquema contable NIIF para el periodo 2015-2020 para el cálculo de Activos Líquidos, fueron: 110500, 111000, 111500, 112000, 113000, 120000, 130105, 130110, 130115, 130120, 130310, 130315, 131705, 131710, 131715, 131720 y 136000.

La gráfica anterior evidencia que una reducción del porcentaje de encaje por parte del Banco de la República no representará un deterioro sobre la calidad del respaldo en activos líquidos ante una contingencia de liquidez, pues los bancos están obligados a cumplir con el IRL, el cual supera el encaje y lo incluye dentro de su cómputo, esto garantiza suficiencia de liquidez al margen de la existencia o no del encaje.

Por último, es evidente que en la práctica el encaje ha dejado de constituir una medida de reserva de liquidez disponible, porque: (i) existen otras herramientas que cumplen con el control de la liquidez y que presentan una mayor precisión para reaccionar a los diferentes escenarios que se pueden presentar dentro de la economía, al tener una estructura dinámica que se adapta a las diferentes necesidades de liquidez, y (ii) el alto riesgo reputacional que asumen las entidades cuando incumplen el nivel de encaje requerido hace que este monto no sea considerado dentro de los activos líquidos.

b) Función como herramienta de Política monetaria

En la literatura se encuentran diferentes posiciones respecto a la efectividad del encaje como instrumento de política monetaria. Por un lado, algunos estudios afirman que en las últimas décadas el encaje ha perdido importancia entre la mayoría de las autoridades bancarias, debido a que los recursos inmovilizados representan un impuesto a la intermediación financiera que es transferido a la economía vía tasa de interés y que termina afectando tanto a los ahorradores como a los deudores¹³⁰. Así mismo, en algunas jurisdicciones el encaje genera arbitrajes regulatorios, debido a que los establecimientos de crédito diferentes a los bancarios no se encuentran sujetos a este requerimiento, imponiendo cargas sobre las instituciones y depósitos tradicionales y no sobre otro tipo de productos pasivos que se han creado con el avance de las innovaciones financieras¹³¹.

Por otro lado, de acuerdo con Bustamante¹³², si bien durante el siglo XX el encaje fue considerado uno de los principales instrumentos de política monetaria, la mayoría de las jurisdicciones han migrado de un enfoque orientado a controlar el crecimiento de los agregados monetarios a un esquema de inflación objetivo donde la principal herramienta es la tasa de interés. Lo anterior, ha llevado a las autoridades monetarias a eliminar este requerimiento como se evidencia en la Tabla 4.

¹³⁰ Vargas, H. (1997). "Apertura, encajes e intermediación financiera". Borradores Semanales de Economía N°72. Recuperado de: <https://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/pdfs/borra072.pdf>

¹³¹ Betancourt, R. y Vargas, H. (diciembre de 2009). "Encajes Bancarios y tasas de interés". Ensayos de Política Monetaria Vol. 27 N° 59. Recuperado de: http://www.scielo.org.co/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0120-44832009000200006

¹³² Bustamante, C. (2011). "Política monetaria contracíclica y encaje bancario". Borradores de Economía N° 646. Recuperado de: https://repositorio.banrep.gov.co/bitstream/handle/20.500.12134/5663/be_646.pdf

Tabla 4

Países con inflación objetivo

| País | Año (adopción) | País | Año (adopción) | País | Año (adopción) |
|-----------------|----------------|-----------|----------------|-----------|----------------|
| Nueva Zelanda* | 1990 | Chile | 1999 | Perú | 2002 |
| Canadá* | 1991 | Colombia | 1999 | Filipinas | 2002 |
| Reino Unido* | 1992 | Sudáfrica | 2000 | Guatemala | 2005 |
| Australia* | 1993 | Tailandia | 2000 | Indonesia | 2005 |
| Suecia* | 1993 | Hungría | 2001 | Rumania | 2005 |
| República Checa | 1997 | México | 2001 | Serbia | 2006 |
| Israel | 1997 | Islandia | 2001 | Turquía | 2006 |
| Polonia | 1998 | Corea | 2001 | Armenia | 2006 |
| Brasil | 1999 | Noruega* | 2001 | Ghana | 2007 |

Fuente: Hammond, 2011¹³³ ; Roger, 2010¹³⁴. Elaboración propia
***Países que no establecen porcentajes de encaje bancario.**

Finalmente, la implementación de las disposiciones de liquidez de Basilea III también disminuye la eficacia del encaje como instrumento de política monetaria, puesto que el otorgamiento de crédito y consecuente multiplicación del dinero en la economía se ve limitado por la necesidad de contar con activos líquidos de alta calidad para responder al riesgo de liquidez de corto plazo. De igual forma, la implementación del CFEN, ha impulsado a que los bancos modifiquen la composición de sus pasivos hacia instrumentos de largo plazo que no están sujetos a encaje, lo cual continúa restando efectividad a este instrumento.

c) Función como reserva transaccional

Debido a que los requisitos de encaje imponen un costo sobre los depósitos, que puede ser considerado como un impuesto a la intermediación bancaria, la mayoría de los bancos centrales han buscado reducir estos niveles para brindar mayor competitividad a sus bancos comerciales.

Sin embargo, esta medida tiene efectos sobre la liquidez del sistema de pagos, principalmente porque los bancos a través de sus Cuentas de Depósito (CUD) liquidan transacciones como operaciones de política monetaria, pagos del Tesoro, operaciones del mercado monetario interbancario, liquidación de fondos en las operaciones de valores y los saldos de los sistemas de cámara de compensación, las cuales son necesarias para gestionar su liquidez intradía.

En consecuencia, como las entidades financieras pueden utilizar la totalidad de sus fondos, incluido el encaje legal, para realizar sus pagos intradía, el encaje opera como respaldo para el sistema de pagos de alto valor facilitando el cumplimiento de las diferentes

¹³³ Hammond, G. (2012). "Estado del Arte de metas de inflación." Center for Central Banking Studies. Bank of England. Recuperado de: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/ccbs/resources/state-of-the-art-inflation-targeting.pdf?la=en&hash=313130B91A7F12BD730BCA3D553E0FF9C440DB4A>

¹³⁴ Roger, S. (marzo de 2010). "Metas de inflación cumple 20 años." Finanzas y Desarrollo. Recuperado de: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/spa/2010/03/pdf/roger.pdf>

operaciones. De reducirse este coeficiente las entidades podrían tener incentivos para retirar sus excesos y afectar con esto la liquidez del sistema.

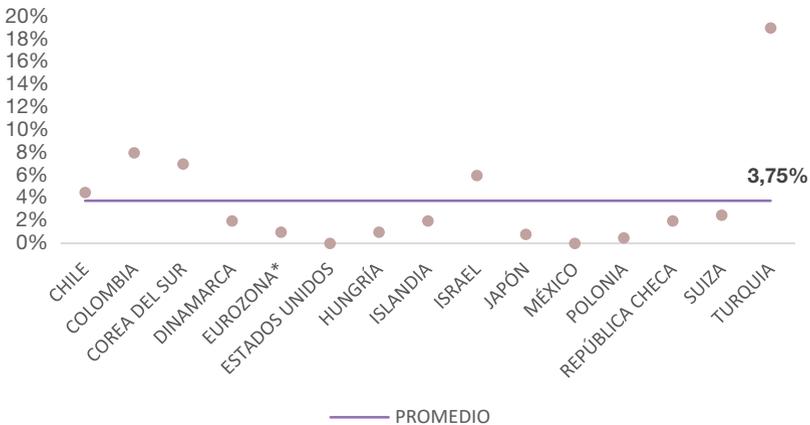
De esta forma, se puede concluir que las funciones de reserva de liquidez e instrumento de política monetaria que tiene el encaje quedan obsoletas en la medida que se han adoptado otro tipo de coeficientes que garantizan la liquidez de las entidades financieras, la reducción de su efectividad debido al mayor uso de otro tipo de instrumentos no sujetos a encaje y la migración a esquemas de inflación objetivo donde el principal instrumento es la tasa de interés. Por lo anterior, la función de transaccionalidad del encaje es la única que continúa vigente pues facilita el respaldo de las operaciones intradía realizadas a través de los sistemas de pago de alto valor.

6. Propuesta de modificación al encaje bancario

El coeficiente de encaje se define como el porcentaje mínimo de pasivos que se deben mantener para cumplir con los requisitos de reserva, y en la mayoría de los países que hacen parte de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE) este porcentaje no supera el 4%. En Colombia, el encaje se encuentra en 8% para los depósitos a la vista y el 3,5% para los depósitos a plazo con vencimiento inferior a 18 meses, lo que actualmente representa alrededor del 4,28% de los activos del sistema.

Gráfica 3

Coeficiente de Encaje países de la OCDE



Fuente: Bancos centrales de cada país. **Elaboración propia.**

Teniendo en cuenta la pérdida de relevancia del encaje como instrumento de política monetaria y de control prudencial de la liquidez del sistema, proponemos ajustar el actual esquema de encaje reduciendo su porcentaje del 8% al 4% para los depósitos a la vista, nivel en el cual no hay ninguna implicación para el sistema financiero debido a que las entidades bancarias continúan con la obligación de conservar los niveles mínimos de efectivo que respalden sus operaciones de corto plazo, con el cumplimiento del IRL. En especial considerando que independientemente de que el nivel de encaje disminuya, la capacidad de gestionar la liquidez intradía por parte de las entidades financieras es alta debido a los distintos mecanismos existentes, desde la realización de operaciones interbancarias hasta

la facilidad brindada por el Banco de la República de realizar repos intradía, los cuales funcionan como una fuente adicional de liquidez del sistema de pagos.

Impacto macroeconómico esperado de la reducción del encaje

Las principales preocupaciones que el Banco de la República ha manifestado respecto de reducir el encaje son: (i) el incremento de la probabilidad de incumplimiento de las operaciones diarias por parte de las entidades; y (ii) que la expansión monetaria que vaya en contravía de la meta de inflación. En este sentido, se realizó un ejercicio para analizar cuál sería el impacto que la liberación del requerimiento de saldo en cuenta CUD puede generar sobre el sistema si el encaje se reduce al 4%.

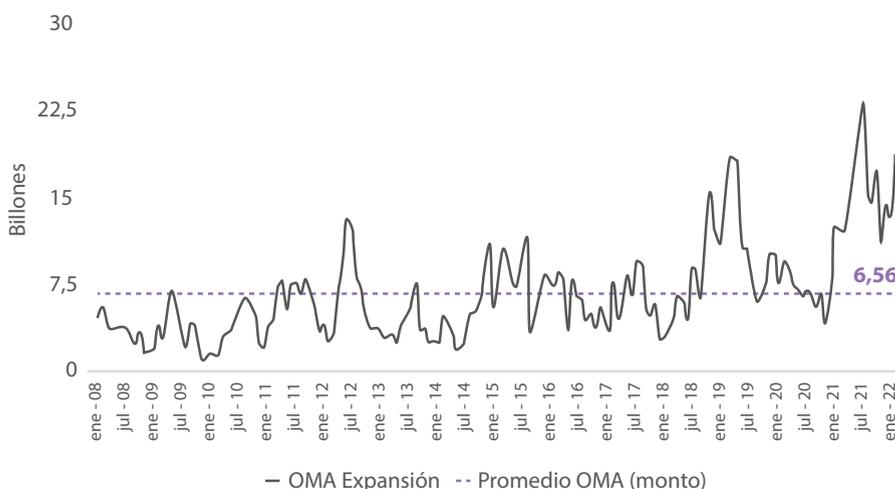
Inicialmente, se estima que la reducción de 4 pp en el encaje para depósitos a la vista, con datos al 1 de marzo de 2022, liberaría recursos por COP 15,2 billones.

Tabla 5 Países con inflación objetivo

| Concepto | Saldo |
|----------------------------------|---------------|
| Encaje requerido (1 mar de 2022) | 33,7 billones |
| Encaje de Corto Plazo (8%) | 30,3 billones |
| Encaje de Largo Plazo (3,5%) | 3,4 billones |
| Liberación de liquidez | 15,2 billones |

Teniendo en cuenta que el sistema financiero mantiene una posición promedio pasiva con el Banco de la República de COP 6,6 billones en promedio (Gráfica 4), los COP 15,1 billones se verían reducidos a COP 8,6 billones, dado que el sistema buscaría disminuir sus costos de fondeo a través de estos instrumentos.

Gráfica 4 Promedio del monto de las operaciones de mercado abierto (OMA)*



**Fuente: Banco de la República. Elaboración y cálculos propios.
*Monto operaciones transitorias de expansión.**

Así mismo, es necesario resaltar que una parte del encaje liberado será mantenido en las cuentas CUD de las entidades financieras, con el fin de que puedan llevar a cabo sus operaciones de liquidez, por lo que la transaccionalidad del sistema no se vería afectada.

De esta forma, se observa que el monto de liquidez efectivamente liberado en el sistema no sería de COP 15,2 billones sino mucho menor, por lo cual el efecto sobre la expansión monetaria se ve reducido y podría administrarse a través de las herramientas de política monetaria del Banco Central.

7. Oportunidades de mejora en el esquema de encaje

En el documento de la Reserva Federal “*Reserve requirements systems in OECD countries*”¹³⁵ se realiza una caracterización y se describe el funcionamiento de los diez elementos¹³⁶ principales que componen los sistemas de encaje en los países que pertenecen a la OCDE. Con base en este documento y en el marco de la estructura actual de mercado, se concluye que el esquema de encaje en Colombia presenta oportunidades de mejora en cuatro de sus fundamentales:

- a) **Remuneración de los saldos de encaje:** Los requisitos de encaje imponen una serie de cargas a las entidades, como por ejemplo el costo de oportunidad de los activos líquidos no remunerados, la pérdida de liquidez de los fondos vinculados a las cuentas de encaje y los costos asociados a su administración. Por lo anterior, los bancos centrales de algunos países de la OCDE han optado por: (i) reducir sus ratios de encaje desde mediados de los años ochenta; (ii) remunerar intereses sobre los saldos de encaje requeridos; y (iii) elevar las tasas de remuneración en los países donde existe esta práctica.

En Colombia, el encaje constituido a través de efectivo y los depósitos en las cuentas CUD no es remunerado, por lo que consideramos necesario que se analice la opción de generar algún tipo de rendimiento sobre estos saldos teniendo en cuenta que hacerlo puede generar un impacto positivo sobre la bancarización, la colocación de la cartera y el crecimiento económico.

- b) **Activos elegibles:** Los bancos centrales de los países de la OCDE que cuentan con un esquema de encaje mínimo, aceptan diferentes activos elegibles para satisfacer los requerimientos de encaje, dentro de ellos se encuentran los saldos en reserva que mantienen al interior de los bancos centrales y el efectivo en sus bóvedas. Sin embargo, algunas jurisdicciones permiten la constitución del encaje en otra clase de activos líquidos como títulos del tesoro.

En la actualidad, en Colombia las entidades solo pueden computar dentro del encaje en las cuentas CUD en el BR y el efectivo en caja. Teniendo en cuenta la experiencia internacional anteriormente expuesta, proponemos que se considere el uso de otro tipo de activos que permitan satisfacer los requerimientos de encaje.

¹³⁵ O'Brien, Yueh-Yun (2007). “Reserve requirements systems in OECD countries”. Finance and Economics Discussion Series. Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs. Federal Reserve Board. Recuperado de: <https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2007/200754/200754pap.pdf>

¹³⁶ Elementos que componen el encaje: (i) pasivos sujetos de encaje; (ii) porcentajes de reserva; (iii) período de cálculo (PC); (iv) período de tenencia (PT); (v) tipos de sistemas de reserva; (vi) brecha entre PC y PT; (vii) cálculo y mantenimiento de la reserva; (viii) activos elegibles; (ix) penalización por incumplimiento; y (x) remuneración de los recursos.

- c) Penalización:** Todos los países de la OCDE con sistema de encaje obligatorio imponen sanciones a los incumplimientos de los niveles requeridos. La mayoría define las penalidades en una tasa muy por encima de las tasas de interés activas del mercado monetario, mientras los países que remuneran el encaje los obligan a mantener los depósitos sin recibir retribución hasta triplicar el monto desencajado.

En Colombia la Resolución Externa No. 5 de 2008 expedida por la Junta Directiva del Banco de la República establece las siguientes sanciones al incumplimiento del encaje:

(i) “Artículo 50. SANCIONES INSTITUCIONALES. Por los defectos promedio diarios de encaje en que incurriere un establecimiento de crédito en cualquier periodo del año, la Superintendencia Financiera de Colombia aplicará una sanción pecuniaria en favor del Tesoro Nacional, equivalente al valor que resulte mayor entre: el 3,5% del valor de los defectos sobre el total de los días calendario del respectivo mes y diez (10) salarios mínimos legales mensuales.”

(ii) “Artículo 60. SANCIONES PERSONALES. Las sanciones contempladas en el anterior artículo se aplicarán sin perjuicio de aquellas que puede imponer la Superintendencia Financiera de Colombia conforme a sus competencias, en particular las previstas en el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero.”

De esta forma, si una entidad se desencaja la posibilidad de que la SFC le imponga sanciones tan severas genera señales negativas al mercado y produce un riesgo reputacional alto para la entidad, razón por la cual el sistema no puede contemplar el encaje como un activo líquido disponible. Teniendo en cuenta que la finalidad del encaje es permitirle a la entidad afrontar salidas de liquidez coyunturales, es necesario revisar el esquema de sanciones del encaje y flexibilizar sus condiciones.

- d) Periodo de tenencia:** Es el número de días que se deben mantener los pasivos exigibles para el cálculo del encaje requerido. En los países de la OCDE este periodo de tenencia va de dos a cinco semanas.

En Colombia la tenencia del encaje tiene un carácter bisemanal, mientras que el periodo mínimo de supervivencia de los indicadores de liquidez internos de las entidades es mensual, esta diferencia hace que en la práctica las entidades tengan inconvenientes para hacer frente a sus necesidades de liquidez de periodos superiores a dos semanas. En este sentido, consideramos que una oportunidad de mejora es ajustar el periodo de tenencia del encaje con el fin de que se alinee con el periodo de supervivencia mensual del IRL de forma similar a como se permite en otros países.

8. Conclusiones

El encaje bancario fue un instrumento de política monetaria ampliamente utilizado en el siglo XX; sin embargo, la experiencia reciente ha demostrado que, a partir de los años 90 con la liberalización del mercado y la implementación del modelo de inflación objetivo, su rol como herramienta de control monetario ha perdido valor. De igual manera, después de la crisis del 2008, con la adopción de las disposiciones de liquidez de corto y mediano plazo de Basilea III, su función prudencial ha pasado a un segundo plano.

Esta transformación de la política monetaria y de los sistemas financieros, ha llevado a la mayoría de los bancos centrales a flexibilizar este requisito, en la medida que genera efectos adversos sobre la intermediación financiera y sobre la colocación de créditos. Por lo anterior, en muchas jurisdicciones se ha eliminado este requerimiento, se ha reducido o se ha convertido en un complemento a la fijación de la tasa de interés de corto plazo de forma contracíclica.

Si bien la reducción del encaje tiene efectos sobre la liquidez del sistema de pagos al cumplir la función de ser soporte transaccional, la propuesta presentada por Asobancaria de disminuir este coeficiente para los depósitos vista en 4 pps demuestra que el efecto de la expansión monetaria se ve reducido y podría administrarse a través de las herramientas de política monetaria del Banco Central.

Finalmente, al analizar los elementos que componen el esquema de encaje bancario, pueden encontrarse algunas oportunidades de mejora que reducirían su impacto negativo sobre la intermediación financiera, como lo sería la remuneración de los saldos encajados, la autorización de que se permita cumplir con este requerimiento con una mayor gama de activos elegibles, la flexibilización de las penalizaciones y las sanciones de forma que se permita que los saldos encajados puedan ser utilizados como activos líquidos, y por último el ajuste al periodo de tenencia para que se alinee con el periodo de supervivencia mensual del IRL.

Referencias

- Avella Gómez, M. (2007). *“El encaje bancario en Colombia Perspectiva General”*. Borradores de economía N°470. Recuperado de: <https://www.banrep.gov.co/docum/ftp/borra470.pdf>
- Betancourt, R. y Vargas, H. (diciembre de 2009). *“Encajes Bancarios y tasas de interés”*. Ensayos de Política Monetaria Vol. 27 N° 59. Recuperado de: http://www.scielo.org.co/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0120-44832009000200006
- Bustamante, C. (2011). *“Política monetaria contracíclica y encaje bancario”*. Borradores de Economía N°646. Recuperado de: https://repositorio.banrep.gov.co/bitstream/handle/20.500.12134/5663/be_646.pdf
- FMI (2011). *“Balance de los bancos centrales y requerimientos de reserva”*. Recuperado de: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Central-Bank-Balances-and-Reserve-Requirements-24648>
- Hammond, G. (2012). *“Estado del Arte de metas de inflación.”* Center for Central Banking Studies. Bank of England. Recuperado de: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/ccbs/resources/state-of-the-art-inflation-targeting.pdf?la=en&hash=313130B91A7F12BD730BCA3D553E0FF9C440DB4A>
- Montoro, C. y Moreno, R. (marzo de 2011). *“Los requerimientos de encaje como instrumento de política monetaria en América Latina”*. Informe Trimestral del BPI. Recuperado de: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1103g_es.pdf
- OBrien, Yueh-Yun (2007). *“Reserve requirements systems in OECD countries”*. Finance and Economics Discussion Series. Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs. Federal Reserve Board. Recuperado de: <https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2007/200754/200754pap.pdf>
- Roger, S. (marzo de 2010). *“Metas de inflación cumple 20 años.”* Finanzas y Desarrollo. Recuperado de: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/spa/2010/03/pdf/roger.pdf>
- Vargas, H. (1997). *“Apertura, encajes e intermediación financiera”*. Borradores Semanales de Economía N°72. Recuperado de: <https://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/pdfs/borra072.pdf>

Acerca de los autores



Javier Rodríguez Soler es el Director Global de Sostenibilidad de BBVA. Además, se ha desempeñado en otros cargos en la organización como CEO (country manager) de BBVA en Estados Unidos de 2018 a 2021; y anteriormente director global de Estrategia y M&A; director de M&A y Desarrollo Corporativo; y director gerente de CIB como banquero industrial de Energía. Durante su trayectoria profesional también formó parte del equipo de Endesa (actualmente Enel) como director de Relación con Inversionistas y Director de Estrategia y M&A. Fue asociado de Banker Trust y jefe de proyectos de McKinsey. Adicionalmente, se desempeñó como CFO y Corporate Finance en Buongiorno-MyAlert. Rodríguez Soler es egresado de la Universidad Complutense de Madrid (CUNEF) en Administración y Dirección de Empresas (ADE). También, cuenta con un MBA en Columbia Business School (New York, USA).

Michel Janna es el Presidente del Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia - AMV. Se ha desempeñado como Director General de Crédito Público y del Tesoro Nacional de Colombia en el Ministerio de Hacienda y Crédito Público. También fue Vicepresidente – oficial senior de riesgo de derivados y crédito y Jefe de Riesgo Soberano para las Américas en Goldman Sachs & Co, New York; Director de Finanzas y Estrategia de Genit, filial de Ecopetrol; y Especialista en Estabilidad Financiera del Banco de la República de Colombia, entre otros. Ha sido docente de la Universidad de los Andes y la Universidad Javeriana de Bogotá, y ha hecho parte de múltiples juntas directivas entre las que se destacan Grupo ISA, ISAGEN, Financiera de Desarrollo Nacional (FDN), Oleoducto de Colombia, y XM. Es economista y Magister en Economía de la Universidad de los Andes, y tiene un Ph.D en economía de Northwestern University.

Diego Jara es Director de Quantil desde el 2009, en donde ha dirigido trabajos en matemáticas financieras y minería de datos. Su experiencia profesional incluye Lehman Brothers (2000-2005), Banco de la República (2005 y 2006) y Deutsche Bank (2006-2009). Es profesor de la Maestría de Economía de la Universidad de los Andes, y es (o ha sido) miembro independiente de: las Juntas Directivas del Fondo Nacional de Garantías, ACH, Precia, AMV y Legis; en adición, ha participado como miembro independiente de comités de inversión y de riesgos en varias entidades como, entre otras, Colfondos, Correval, Alianza Fiduciaria, Alianza Valores, AFIN y Fiduoccidente. Fue miembro de la Misión de Transformación Energética del 2019-2020, de la Misión del Mercado de Capitales del 2019 y de la Comisión para revisar la Rentabilidad Mínima de los Fondos de Pensiones en 2013-2014. Es Ph.D. en Matemáticas Financieras y M.S. en Matemáticas de la Universidad de Carnegie Mellon, Pittsburgh, Estados Unidos. Matemático e Ingeniero Mecánico de la Universidad de los Andes en Bogotá.

Juan Pablo Córdoba Garcés es el Presidente de la Bolsa de Valores de Colombia (bvc) desde el año 2005. Es Economista de la Universidad de los Andes, Master y PhD en Economía de la Universidad de Pennsylvania. Durante su carrera profesional, ha trabajado como economista principal en el Fondo Monetario Internacional, así como en el Banco Interamericano de Desarrollo en Washington D.C. Así mismo, se desempeñó como Asesor Fiscal Principal y Director de Crédito Público del Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Fue Economista en el Departamento Nacional de Planeación y ha sido parte de las Juntas Directivas de instituciones financieras, servicios públicos y otras organizaciones en Colombia y en el extranjero.

Diego Alejandro Rojas Ortega es Director de Planeación de la Titularizadora Colombiana desde el año 2010, en donde ha participado en la estructuración y colocación de más de 35 operaciones con diferentes activos subyacentes. También se ha desempeñado

como director de estudios económicos de CAMACOL. Es profesional en economía de la Universidad Nacional de Colombia con una maestría en economía del Centro de Investigación y Docencia Económicas (CIDE) de México. Además, cuenta con estudios de posgrado en Global Business Management de la Universidad de California en Berkeley y un certificado en Real Estate Finance and Development del MIT.

Camilo Hernández es economista y tiene un Máster en Finanzas de Cass Business School - City University. Inició su carrera como economista en el año 2001 en el Banco de la República en donde se desempeñó como profesional del Departamento de Desarrollo y Operaciones de Mercados. Posteriormente, en 2009, asumió la Jefatura del Departamento de Control y Evaluación de Riesgos del Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (Fogafín). En 2016 ingresó a la Unidad de Regulación Financiera (URF) del Ministerio de Hacienda, en donde se ha desempeñado como Subdirector Técnico de las Subdirecciones de Regulación Prudencial y de Desarrollo de Mercado. Desde junio de 2022 está encargado de la Dirección de esta entidad.

Liz Marcela Bejarano Castillo es Directora Financiera y de Riesgos de la Asobancaria en donde lidera y gestiona las discusiones sobre las iniciativas y preocupaciones del gremio en lo relacionado con mercado de capitales, adopción de estándares internacionales (Basilea, NIIF, NIAS, entre otros), riesgos financieros (crédito, mercado, liquidez, operativo, ambiental y social), y prevención del riesgo de Lavado de Activos y Financiación del Terrorismo (LA/FT). Durante su trayectoria en el sector privado se ha desempeñado como Especialista en Soluciones de Riesgo de Cifin-Asobancaria, como Profesional de Riesgo de Davivienda - Red Bancafé y como Consultora de Scoring de Mercados Masivos LiSim International Ltda. Cuenta con experiencia en el desarrollo de modelos estadísticos y el diseño de productos que buscan anticipar y gestionar el riesgo inherente en las actividades de las empresas tanto en el sector financiero como en el no financiero. Es Economista de la Universidad Externado de Colombia con un Posgrado en Gestión del Riesgo y Control de Instituciones Financieras de la Universidad de los Andes y una Maestría en Finanzas.

Laura Sofía Rincón es Senior Consultant de NFQ Colombia. En su trayectoria profesional se desempeñó como Profesional Máster de la Dirección Financiera y de Riesgos de Asobancaria, donde trabajó temas relacionados con mercado de capitales, riesgos de mercado y tesorería. Es economista de la Universidad Nacional de Colombia, tiene un Máster en Finanzas en la Universidad del Rosario y una Especialización en Mercado de Capitales de la misma universidad.

Santiago Hurtado Galeano es Profesional Junior de la Dirección Financiera y de Riesgos de Asobancaria. Es Economista de la Universidad Nacional de Colombia, con formación complementaria en Evaluación de Riesgos y Financiera de Proyectos.



**Aso
Ban
Caria** | Acerca la
Banca a los
Colombianos