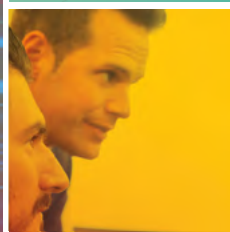
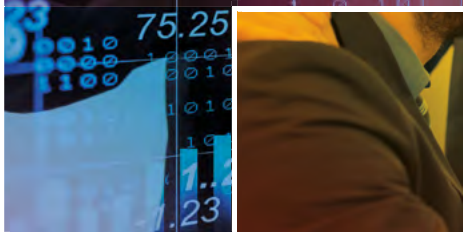
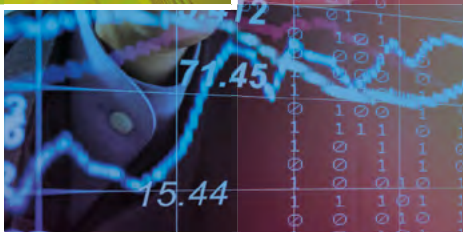
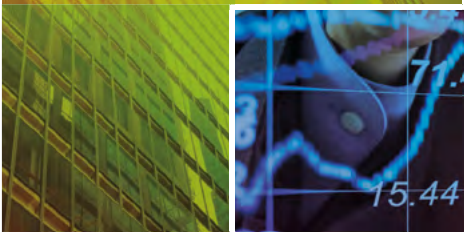
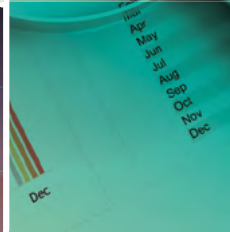
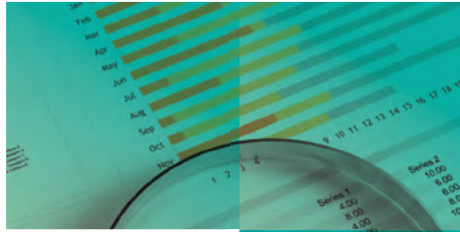


CARACTERIZACIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES

COLOMBIANO: UNA PERSPECTIVA INTEGRAL



Asobancaria

Presidente
Santiago Castro Gómez

Vicepresidente Técnico
Alejandro Vera Sandoval

Directora Financiera y de Riesgos
Liz Bejarano Castillo

Profesional Master
Erika Díaz Tinoco

Profesional Junior
Julián Mesa Caballero

Edición

Edición
Directora Financiera y de Riesgos
Liz M. Bejarano Castillo

Profesional Master
Erika Díaz Tinoco

Profesional Junior
Julián Mesa Caballero

Diseño
Babel Group

Impresión
TC Impresores

Fotografías
es.123rf.com

Primera Edición, agosto de 2019
ISBN: 978-958-9040-78-2

Derechos de Autor Reservados © Asobancaria

C O N T E N I D O

PRESENTACIÓN	7
INTRODUCCIÓN	9
CAPÍTULO I	13
Últimos diez años del mercado de capitales en Colombia	
David Salamanca Rojas	
CAPÍTULO II	43
Colombia y el desarrollo de su mercado de capitales	
Laura Viviana León Díaz, Diego Alejandro Martínez Cruz, Julián Camilo	
Mateus Gamboa, Carlos Andrés Quicazán Moreno y Juan Sebastián Rojas	
Moreno	
CAPÍTULO III	77
Transición hacia nuevas tasas de referencia en el mercado	
monetario	
Liz Marcela Bejarano Castillo, Erika Diaz Tinoco y Julián Mesa Caballero	
CAPÍTULO IV	101
Una aproximación al financiamiento verde y su relación con el	
mercado de capitales	
Jaime Francisco Buriticá Leal	
CAPÍTULO V	141
Segunda Misión del Mercado de Capitales: retos a mediano y	
largo plazo	
José Ignacio López Gaviria	
ACERCA DE LOS AUTORES	167

PRESENTACIÓN

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

En 1991, año en que se realizó la primera emisión de TES en el país, este mercado presentaba un comportamiento volátil, poco profundo, ilíquido y concentrado en muy pocos agentes. Así, la Primera Misión del Mercado de Capitales realizada en 1995 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, la debilidad en la oferta de títulos debido a la complejidad de las emisiones, las trabas regulatorias y la baja diversificación de instrumentos. Durante la primera década del siglo XXI, la relevancia adquirida por el mercado accionario y el buen desempeño económico del país permitieron 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. Esto ha hecho necesaria una Segunda Misión del Mercado de Capitales que identifique los elementos que restringen su crecimiento y genere estrategias para fortalecer la profundización del mercado en el mediano y largo plazo.

Es este escenario, este libro nace como parte del compromiso del sector bancario para comprender, coadyuvar y fortalecer los mercados, toda vez 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. Contiene así una serie de artículos que se enmarcan en una temática de evolución de regulación, generación de nuevos productos y análisis del mercado de capitales colombiano.

Quiero agradecer a los autores que han apoyado esta iniciativa con sus artículos, a Fedesarrollo, al Banco de la República, a Bancoldex, a la Corporación Financiera de Colombia (Corficolombiana), 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.

Santiago Castro Gómez
Presidente

INTRODUCCIÓN

El mercado de capitales forma parte crucial del desarrollo y crecimiento de una economía. De esta forma, un mercado sólido, profundo y eficiente brinda estabilidad al sistema financiero, y garantiza el direccionamiento adecuado 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 el país es necesaria la profundización del mercado de capitales y en este sentido, en las últimas décadas 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.

Para comenzar, es importante 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. Al comienzo era un mercado poco profundo, ilíquido, concentrado y muy volátil, por lo que en 1995 se realizó la Primera Misión del Mercado de Capitales, donde se reconoció la relevancia de impulsar este mercado en pro de la estabilidad macroeconómica y del desarrollo económico. En la actualidad está en marcha la Segunda Misión del Mercado de Capitales convocada por el Gobierno Nacional, un espacio para la discusión que busca potenciarlo y fortalecerlo, generando como resultado políticas concretas que deberían implementarse.

En este contexto, este libro realiza una caracterización del mercado de capitales colombiano. A lo largo de los diferentes capítulos presenta un análisis de la evolución de este en los últimos años en materia de regulación, infraestructura y mercado; realiza un comparativo del mercado colombiano con algunos de sus pares regionales; profundiza en las principales tasas de referencia a nivel global y local; se adentra en el potencial del financiamiento verde, y en la actual Misión de Mercado de Capitales que se encuentra en desarrollo. De la misma forma se exponen importantes reflexiones y consideraciones en torno al tema.

De este modo, el objetivo de este libro es recopilar cinco 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 David Salamanca, investigador asociado en Fedesarrollo) se analizó la evolución y situación actual del mercado de capitales colombiano en los últimos diez años en materia de regulación, infraestructura y mercado. De tal manera que el mercado de capitales logre ser una eficiente fuente de financiamiento y sea atractivo para inversionistas (institucionales o minoristas).

En este, el autor reconoce que el desarrollo del sistema financiero es un elemento fundamental para apalancar el desarrollo económico del país, ya que permite una movilización eficiente del ahorro hacia los proyectos más productivos de la economía. En ese sentido, es un motor de crecimiento y una herramienta para promover el emprendimiento.

A manera de conclusión, el capítulo expone algunas de las tareas pendientes y los desafíos que enfrenta el mercado de capitales con el objetivo de continuar trabajando en la construcción de un marco regulatorio adecuado que promueva su desarrollo.

El segundo capítulo (elaborado por Laura León, Diego Martínez, Julián Mateus, Carlos Quicazán y Juan Sebastián Rojas, funcionarios del Banco de la República) realiza una comparación internacional entre el Mercado de Capitales de Colombia y el de México, Brasil, Chile y Perú. Este artículo señala la importancia del mercado de capitales como un activo fundamental para promover el desarrollo económico. Además, evidencia que en general, los mercados de América Latina no han logrado una profundización satisfactoria, la capitalización bursátil es limitada y los mercados de deuda pública tienen mayor tamaño que los mercados de deuda privada. En términos de las medidas usuales como volumen y liquidez también se observan rezagos significativos respecto a otras jurisdicciones. Sin embargo, en la región se vienen realizando reformas para cambiar dicho panorama.

Este capítulo estudia las características, las dinámicas recientes e identifica los aspectos sobre los cuales se deben focalizar los esfuerzos locales de la política pública, los agentes y las infraestructuras en beneficio del desarrollo y la profundización del mercado monetario, accionario, de renta fija y cambiario local.

El tercer capítulo (desarrollado por Liz Bejarano, Erika Díaz y Julián Mesa, funcionarios de la Dirección Financiera y de Riesgos de Asobancaria) aborda el mercado monetario, las tasas de interés de referencia y la transición que se está dando en la actualidad hacia nuevos indicadores.

El artículo señala al mercado monetario como uno de los componentes más importantes del sistema financiero, puesto que en él se opera la deuda a plazos inferiores a un año emitida por el Gobierno, los intermediarios financieros y las entidades públicas y privadas. Con base en las operaciones que se realizan en este mercado se crean las tasas de interés de corto plazo con las cuales se forma la parte corta de la curva de rendimientos.

Dentro de las principales tasas de corto plazo utilizadas en los mercados monetarios, a nivel mundial, se encuentran la London Inter Bank Offered Rate (LIBOR) y la Euro Interbank Offered Rate (EURIBOR). Sin embargo, en las últimas tres décadas, las revelaciones sobre la manipulación realizada en su formación durante el periodo comprendido entre 2004 y 2012 evidenciaron sus problemas, y les restaron protagonismo y confianza por parte del mercado.

Estos hechos llevaron a que los principales actores del mercado monetario reaccionaran seleccionando a la Secured Overnight Financing Rate (SOFR) como una tasa alternativa para derivados en dólares estadounidenses y otros contratos financieros.

Por otro lado, en Colombia hace diez años nació el Indicador Bancario de Referencia (IBR), creado a partir de los principios para la construcción de índices de referencia de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por sus siglas en inglés) y con el objetivo de representar adecuadamente el costo del dinero.

Estas y otras tasas de referencia están tomando fuerza en los mercados monetarios y serán referentes internacionales. Por lo anterior, este capítulo analiza la importancia de estas tasas para el desarrollo y estabilidad del mercado, tanto global como local.

El cuarto capítulo (escrito por Jaime Buriticá, Director del Departamento de Tesorería de Bancoldex) es una aproximación al financiamiento verde y su relación con el mercado de capitales. En la actualidad, temas como el cambio climático y otras problemáticas ambientales son parte de la agenda de organismos públicos y privados a nivel mundial.

En este escenario, se ha generado una alta demanda por inversiones en activos verdes, y uno de los principales instrumentos financieros que ha permitido la movilización de este tipo de recursos son los Bonos Verdes. Este producto financiero, ha recibido un notable impulso a nivel mundial en los últimos años, permitiendo su desarrollo en diversos mercados, incluido el colombiano.

El objetivo de este capítulo es resaltar la importancia de la implementación del financiamiento verde en Colombia y los instrumentos financieros que han sido predominantes y más utilizados en el mercado de capitales alrededor del mundo. Adicionalmente, este aparte pretende destacar la experiencia del uso de este tipo de financiamiento en el país, siendo Colombia un pionero en América Latina en la emisión de Bonos Verdes. Se ofrecen además algunas recomendaciones sobre productos nuevos que permitan un mayor crecimiento de este tipo de financiación a nivel local.

Por último, el quinto capítulo (redactado por José Ignacio López, Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas de Corficolombiana) ahonda las temáticas desarrolladas en la Segunda Misión del Mercado de Capitales, la cual se encargará de realizar un diagnóstico del sector y dará sugerencias para que este mejore.

En este sentido, este capítulo analiza los principales hallazgos, los retos y las oportunidades que tiene el mercado de capitales colombiano con el fin de ser más líquido, robusto y dinámico.

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. Es por estos motivos que desde Asobancaria impulsaremos, de la mano del Gobierno, todas las iniciativas e ideas que resulten de la Segunda Misión del Mercado de Capitales con el objetivo de lograr un mercado lo suficientemente sólido, profundo y eficiente que permita a la economía colombiana un aumento de la confianza y beneficios en materia de ahorro e inversión.

CAPÍTULO I

Últimos diez años del mercado de capitales en Colombia

Autor: David Salamanca Rojas

1. Introducción

El sistema financiero es un elemento fundamental para promover el desarrollo económico, ya que permite una movilización eficiente del ahorro hacia los proyectos más productivos de la economía. En ese sentido es un motor de crecimiento y una herramienta para impulsar el emprendimiento.

El mercado de capitales es un componente necesario de dicho sistema, que complementa el canal de crédito intermediado y potencia la competencia, al otorgar mecanismos alternativos de financiación para firmas y proyectos y opciones de inversión atractivas, que se pueden ajustar de manera adecuada a los niveles de riesgo y retorno de los inversionistas. Adicionalmente, un mercado de capitales sano y robusto permite gestionar de forma eficiente los riesgos y asignarlos a aquellos actores mejor posicionados para asumirlos.

En los últimos diez años el mercado de capitales colombiano ha tenido avances importantes, se han realizado esfuerzos significativos, tanto desde el sector público como desde el sector privado, para desarrollarlo de manera que se convierta en una fuente de financiación eficiente para los emisores a la vez que atractiva para los inversionistas, sean estos minoristas o institucionales.

En este capítulo se analizará la evolución del mercado de capitales colombiano en la última década en materia de regulación, infraestructura y mercado. En la segunda sección se presenta el punto de partida y la agenda regulatoria planteada por el gobierno en el periodo descrito. En las secciones tres y cuatro, se explican los principales logros, así como los retos y oportunidades pendientes en el desarrollo del mercado de capitales del país. Por último, en la sección quinta, se presentan las conclusiones.

2. El punto de partida y la agenda regulatoria

2.1. ¿En dónde estaba el mercado de capitales colombiano a finales de la década pasada?

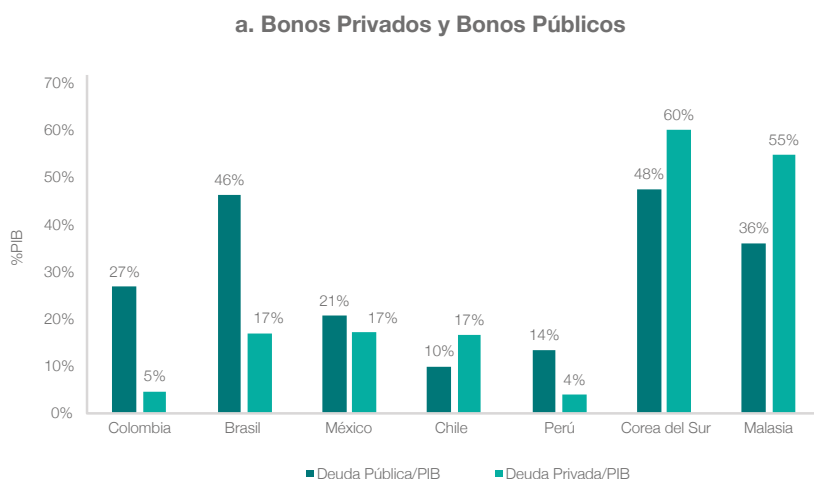
La primera década del siglo fue un período de consolidación para el mercado de capitales colombiano. Luego de la crisis financiera de finales de los años noventa se introdujeron una serie de reformas tendientes a mejorar la estabilidad del sistema financiero y a corregir los desbalances que ocasionaron la crisis.

Desde el punto de vista institucional, se introdujo un marco más flexible para la regulación a través de la Ley 964 de 2005 que recogió principios, objetivos y criterios de intervención propios del mercado de valores. En ella se precisó un concepto de valor más dinámico, se definieron las actividades que son propias del mercado de valores y se señalaron los mecanismos bajo los cuales el Gobierno podía intervenir en dichas actividades. Así

mismo, la Ley dictó normas sobre la disciplina de mercado, señalando a la autorregulación como uno de los ejes fundamentales en esa senda. Finalmente se introdujo un marco de protección para los inversionistas, que son particulares y diferentes a los del consumidor financiero, y se sentaron las bases legales para la integración de las Superintendencias Bancaria y de Valores.

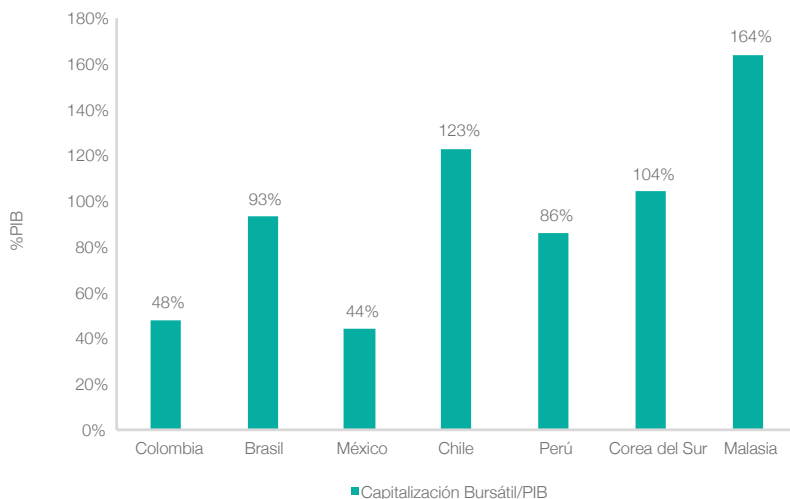
Las reformas a la regulación y supervisión del sistema financiero establecieron unas bases firmes que, combinadas con una progresiva mejoría de las cifras fiscales y macroeconómicas, sirvieron de aliciente al desarrollo de un mercado de deuda pública robusto y de segmentos significativos en deuda privada y acciones.

Gráfico 1. Tamaño comparativo de los mercados de capitales en mercados emergentes seleccionados, promedio 2005-2009



Fuente: Becerra, Salazar y Wills (2011).

b. Capitalización Bursátil



Fuente: Becerra, Salazar y Wills (2011).

A pesar de esto, el peso de la financiación a través de deuda corporativa y acciones se encontraba en un nivel bajo frente a otros mercados de nivel similar de desarrollo en la región y el mundo. Para el periodo 2005-2009, el saldo de deuda privada se situaba por debajo del 5% del PIB, una tercera parte del nivel alcanzado por Chile, Brasil y México, y menos de una décima parte de los porcentajes alcanzados por Corea del Sur y Malasia.

El mercado de deuda corporativa estaba concentrado en emisiones de las mayores calificaciones. El 75% de las emisiones tenían una calificación AAA, el 17,9% AA+ y el 7,2% AA. Un sesgo que se ha mantenido hasta hoy. Adicionalmente, el sector financiero tenía un rol preponderante en las emisiones. En el 2010 el 59% de los emisores pertenecían al sector financiero, el 25% al sector no financiero y el 16% al sector público. Por su parte, el valor de las emisiones de deuda en el mercado local fue de COP \$11,6 billones, un monto cercano al 2,1% del PIB, representado mayoritariamente por bonos (74%) y seguido de titularizaciones (14%), CDT (8%) y papeles comerciales (4%)¹.

En términos de capitalización bursátil, alcanzaba el 48%, un nivel similar al mexicano, pero era menos de la mitad del porcentaje observado en Chile. Malasia y Corea del Sur presentaban porcentajes de más de 100% en este indicador de profundidad financiera. Con respecto al número de compañías listadas el mercado colombiano, también se encontraba rezagado frente a sus pares de la región, siendo el menor de los seis principales mercados de la región para 2007.

¹ Bolsa de Valores de Colombia (2012). Mercado de Renta Fija Colombiano: Evolución y diagnóstico. Estudios Técnicos de la BVC.

Tabla 1. Capitalización Bursátil y montos negociados en mercados de capitales latinoamericanos, 2007

	Capitalización Bursátil (% PIB)	Monto Transado Acciones (% PIB)	Número de Compañías Listadas	Monto Transado Bonos Privados (% PIB)	Monto Transado Bonos Públicos (% PIB)
Argentina	19,8%	2,6%	106	0,15%	16,44%
Brasil	99,4%	43,6%	395	0,03%	0,00%
Chile	122,7%	28,7%	238	29,61%	63,33%
Colombia	49,8%	8,2%	90	41,08%	214,68%
México	37,8%	11,8%	125	0,00%	0,00%
Perú	66,3%	11,0%	188	0,93%	0,07%

Fuente: Federación Iberoamericana de Bolsas (FIAB) y Banco Mundial.

Con respecto a la negociación, Colombia tenía un mercado de renta fija muy dinámico con respecto a sus pares de la región, impulsado fundamentalmente por el desempeño del mercado de deuda pública, que alcanzaba montos negociados por más de 200% del PIB en 2007. Este comportamiento contrasta con otros países de la región en los que el grueso de las negociaciones del mercado de renta fija no se da en el mercado organizado.

Por el contrario, el monto transado en acciones en el mercado colombiano se encontraba por debajo de la mayoría de los principales mercados latinoamericanos y exhibía uno de los mayores niveles de concentración de la negociación de la región. En 2010, el 79% de los montos operados fue sobre las diez sociedades domésticas de mayor capitalización. Este nivel era superior al de otros países de la región como Brasil (55%), México (66%), Perú (64%) y Chile (47%)².

2.2. La crisis financiera internacional

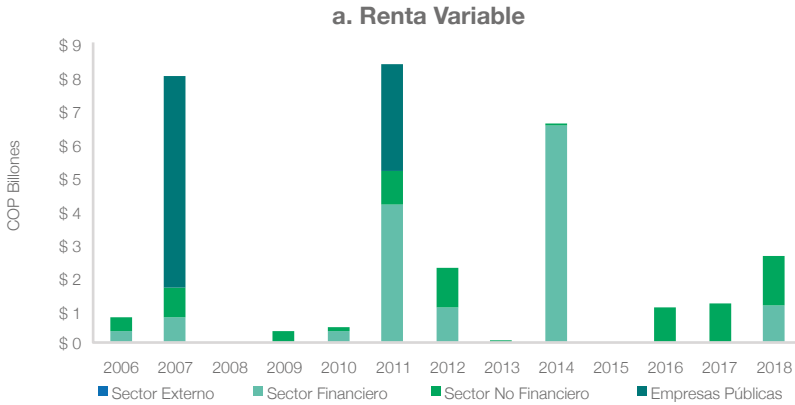
A pesar de la compleja situación internacional, los últimos años de la década pasada fueron positivos para el desarrollo del mercado de capitales en Colombia. Teniendo como base un mercado de deuda pública robusto y líquido, y un marco institucional sólido, tanto en la perspectiva macroeconómica como en la red de seguridad del sistema financiero, resultado de las reformas adoptadas con posterioridad a nuestra propia crisis financiera de finales de los años noventa, las condiciones base para aprovechar esa coyuntura fueron propicias.

Los efectos de la crisis financiera fueron de diversa índole. En primer lugar, la salida de las entidades financieras europeas y norteamericanas de la región, como consecuencia de las necesidades de recursos para enfrentar las crisis en sus países de origen, generó oportunidades de inversión para que grupos económicos nacionales llevaran a cabo una importante expansión internacional. En el caso del sector financiero, la participación de entidades colombianas en subsidiarias del exterior pasó de menos de USD \$4 mil

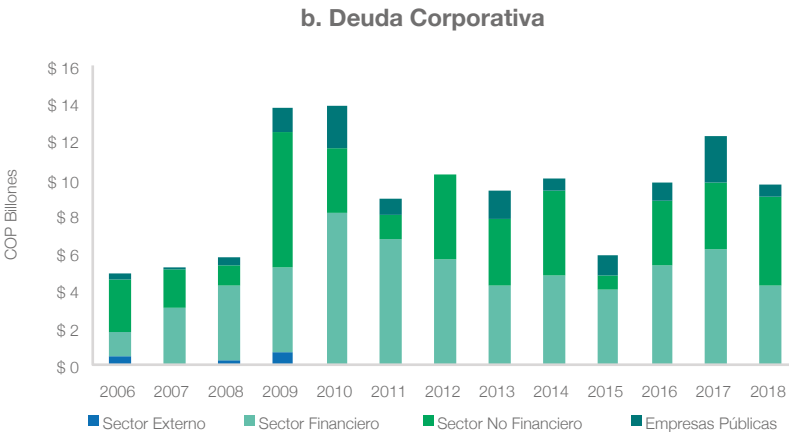
² Federación Iberoamericana de Bolsas – FIAB. (2011). *Anuario Estadístico 2011*.

millones a finales de 2006 a USD \$40 mil millones en 2012 y a más de USD \$80 mil millones en 2016.

Gráfico 2. Emisiones por tipo de emisor 2006-2018



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia (BVC), cálculos propios.

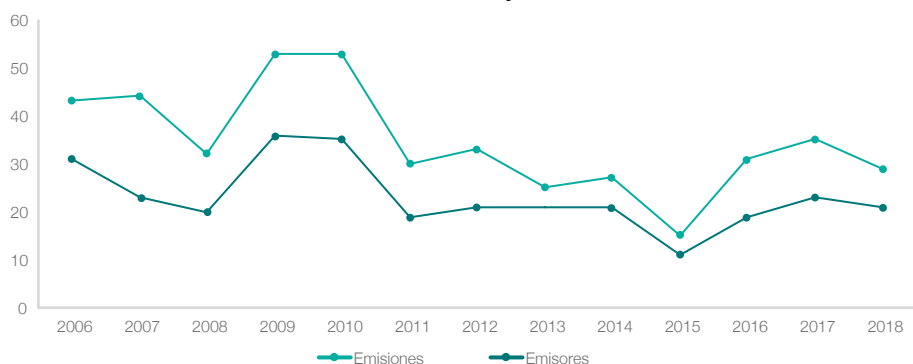


Fuente: BVC, cálculos propios.

Esta tendencia no solo se evidenció en entidades del sector financiero. Empresas del sector real y de servicios públicos también apoyaron sus procesos de expansión internacional en el mercado de capitales. Una parte importante de los recursos necesarios para financiar estas adquisiciones provino de emisiones de acciones y bonos, cuyos montos emitidos alcanzaron los máximos niveles de la última década entre 2009 y 2011.

En el caso de la Deuda Privada, la combinación de una oferta más restringida de recursos en el mercado bancario, con una abundante liquidez en los mercados globales, impulsó que un número importante de emisores usaran el mercado de deuda privada como fuente alternativa de financiación entre 2009 y 2010. En un entorno más restrictivo de oferta de crédito, el crecimiento de la cartera comercial se redujo de forma importante, pasando de casi 40% a finales de 2006 a 5% a finales de 2009. Simultáneamente, se presentó una mayor liquidez en los mercados globales asociada a las medidas expansivas de política monetaria adoptadas por los Bancos Centrales de las economías desarrolladas como respuesta a la crisis financiera internacional. En el caso colombiano, adicionalmente se contó con el efecto positivo de la recuperación del grado de inversión en 2011.

Gráfico 3. Número de emisiones y de emisores por año en el mercado de Renta Fija



Fuente: BVC.

2.3. La quiebra de Interbolsa

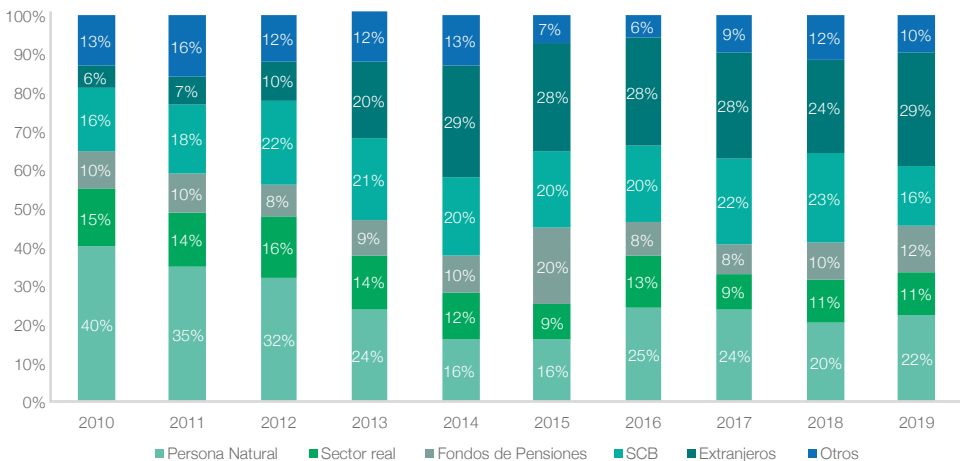
La quiebra de Interbolsa en el año 2012 fue muy significativa para la dinámica de los mercados de capitales. No solo por lo que representó en términos de perder a uno de los actores más activos en la negociación, sino también por el impacto que tuvo en los niveles de aversión al riesgo y la disminución de la confianza de los demás participantes del mercado. Este evento puso a prueba la solidez de la red de seguridad del sistema financiero, la cual pudo resolver la firma de bolsa más grande del país sin que se presentara una crisis sistémica, pero también evidenció algunos de los problemas más importantes de nuestro mercado de capitales.

Entre las principales dificultades se evidenciaron, el desconocimiento por parte de los inversionistas personas naturales de algunos de los riesgos asociados a la inversión en los mercados de capitales, la presencia de niveles de apalancamiento significativos en las

operaciones por cuenta de terceros y la vulnerabilidad de las sociedades comisionistas más pequeñas a eventos de restricciones de liquidez en los mercados.

Las personas naturales redujeron su participación en el volumen de negociación en el mercado de acciones, pasando del 40% del monto transado en 2010 a 16% en 2015. Se presentó la salida del mercado de muchos clientes inversionistas que habían entrado durante las democratizaciones accionarias que tuvieron lugar entre 2007 y 2011, comprando portafolios con bajos niveles de diversificación, en muchos casos constituidos por una sola especie, sin tener conocimiento pleno de los riesgos y oportunidades de esta clase de activo. La caída en los precios del petróleo registrada en 2014 y 2015, también impactó a los compradores de acciones que habían participado en los procesos de democratización de empresas del sector minero energético.

Gráfico 4. Volumen Negociado en acciones por tipo de agente



Fuente: BVC.

Para las Sociedades Comisionistas de Bolsa que no pertenecían a grupos financieros, este evento implicó una reducción en la liquidez disponible y un progresivo debilitamiento que condujo a un proceso de consolidación de la industria con énfasis en las entidades bancarizadas.

Como respuesta a la materialización de los riesgos de mayor apalancamiento que se habían materializado, el gobierno modificó el marco normativo aplicable a la realización de operaciones de reporto o repo, simultáneas (de contado y a plazo) y de transferencia

temporal de valores con el propósito fundamental de limitar el apalancamiento por parte de los clientes de los Intermediarios del Mercado de Valores, e incorporar regulación que permitiera acotar este tipo de operaciones sobre valores emitidos por vinculados. Así mismo, se establecieron normas para garantizar la transparencia en la celebración de dichas operaciones y evitar una excesiva exposición a las mismas en valores de una misma especie.

2.4. Agenda para profundizar el desarrollo del Mercado de Capitales

En los últimos diez años la agenda regulatoria se estructuró en torno a cuatro pilares con el objetivo de desarrollar el mercado de capitales en un entorno de seguridad, sostenibilidad y eficiencia.

1. Promoción de la demanda de productos financieros: generar un marco regulatorio que permita ampliar la base de inversionistas teniendo en cuenta sus necesidades específicas. En este frente un componente fundamental tenía que ver con la promoción de una mayor participación de inversionistas extranjeros a través de la convergencia a estándares internacionales y la mayor integración del mercado de capitales colombiano a los flujos financieros globales. También se enfocaron esfuerzos para generar canales más sencillos de acceso para los inversionistas menos sofisticados.
2. Promoción de la oferta de productos financieros: diversificar el portafolio de alternativas de inversión disponibles con el fin de cubrir los distintos perfiles de riesgo retorno de los inversionistas. En ese sentido, se buscaba llevar más firmas y proyectos al mercado de capitales y promover nuevos vehículos y clases de activos que se adaptaran a las necesidades de financiación de los agentes.
3. Seguridad: diseñar mecanismos que garanticen los estándares de transparencia y protección adecuados para los distintos tipos de participantes en el mercado, de forma que se tutelara la confianza sobre la que se cimientan los mercados financieros. Así mismo fortalecer el marco regulatorio y de supervisión aplicable a los mercados de valores.
4. Eficiencia: facilitar el acceso de emisores e inversionistas con una estructura de mercado que permitiera transferir recursos de los agentes superavitarios a los deficitarios de manera más rápida y a menores costos.

Adicionalmente, con el apoyo del World Economic Forum (WEF, por sus siglas en inglés), en diciembre de 2015, se realizó una mesa de trabajo de alto nivel, que contó con la participación de representantes del sector público, inversionistas institucionales e intermediarios locales y extranjeros, con el propósito de discutir los retos del mercado en Colombia y definir acciones concretas para superar dichos retos. Así mismo, el WEF realizó el reporte “Accelerating Capital Markets Development in Emerging Economies Country Case Studies”, el cual incluyó un estudio del caso colombiano³.

³ World Economic Forum – WEF. (2016). *Accelerating Capital Markets Development in Emerging Economies. Country Case Studies*. Recuperado de: http://www3.weforum.org/docs/WEF_accelerating-capital-markets-development-in-emerging-economies.pdf

Teniendo en cuenta estos insumos, así como otros generados en diversos espacios de diálogo con la industria, se complementó la agenda regulatoria para el desarrollo del mercado de capitales para 2016 y 2017 en torno a tres focos adicionales: (i) promoción de la liquidez de los productos ofrecidos en el mercado; (ii) ampliación de las oportunidades de inversión para los agentes participantes; y (iii) internacionalización e integración regional del mercado.

3. Los logros

En el marco de la agenda regulatoria descrita, es claro que en la última década el mercado de capitales colombiano tuvo avances muy importantes: se avanzó hacia un mercado más integrado global y regionalmente; los Fondos de Inversión Colectiva (FIC) se consolidaron como canal de acceso para un número creciente de personas al mercado de capitales; se ampliaron las oportunidades de inversión disponibles, en particular para los inversionistas institucionales; y se fortaleció un marco de regulación y supervisión en línea con los mejores estándares internacionales.

3.1. Internacionalización de los mercados

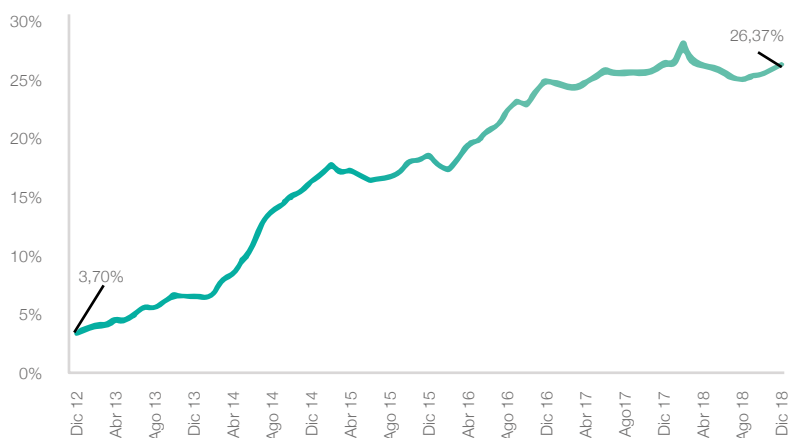
El compromiso con la promoción de una mayor participación de inversionistas extranjeros en los mercados de capitales locales fue parte central de la agenda regulatoria de la última década. Esto con el fin de diversificar una base de inversionistas que se encontraba altamente concentrada en unos pocos jugadores de gran tamaño como los Fondos de Pensiones y una participación importante pero aún pequeña de Fondos de Inversión Colectiva y personas naturales.

En esta dirección, el Gobierno incorporó una serie de modificaciones en la Reforma Tributaria de finales de 2012, en las que simplificó el tratamiento para los inversionistas extranjeros de portafolio y redujo la tasa de tributación de estas inversiones del 33% al 14% para los casos en que no provienen de paraísos fiscales. También se reconoció la condición de contribuyentes a estos inversionistas de forma tal que pudieran acreditar los impuestos pagados en Colombia en el marco de los acuerdos de doble tributación que ha suscrito el país. Las modificaciones reglamentarias subsecuentes introdujeron un cambio en la retención aplicable a los compradores pasando de un esquema de tributación sobre las ganancias contables a uno en el que se tributa al momento de la recepción de flujos de los activos, simplificando de forma adicional las reglas aplicables a los inversionistas extranjeros.

Como consecuencia de estas modificaciones, el interés de los inversionistas internacionales en los activos financieros del país se incrementó. En particular, luego de que la participación de la deuda colombiana en uno de los principales índices de referencia de deuda de mercados emergentes utilizados por los gestores de activos

del mundo⁴ fuera incrementada, se observó una entrada significativa de recursos del exterior. Para diciembre de 2018, los inversionistas extranjeros tenían el 26% de la deuda pública interna, frente a 3,6% a finales de 2012.

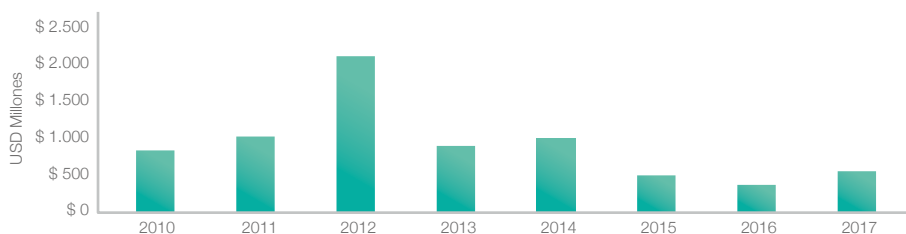
Gráfico 5. Participación en porcentaje de tenedores extranjeros en el saldo de TES, 2012-2018



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

De forma análoga, en el caso del mercado accionario la eliminación del requisito de depósito para la inversión de portafolio, adoptada a través del Decreto 4800 de 2010 y la inclusión de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) en el índice MSCI emergentes motivaron la llegada de importantes recursos de fondos extranjeros a la bolsa local. El volumen negociado también ha sido impactado positivamente por la entrada de estos actores que aportan perspectivas distintas a las de los actores locales y han llegado a representar más del 25% del monto transado en acciones desde 2015 (ver gráfico 4).

Gráfico 6. Flujos de capitales a la Bolsa de Valores de Colombia, 2010-2017



Fuente: WEF (2018).

⁴ La participación de Colombia en el índice Government Bond Index – Emerging Markets Global Diversified de JP Morgan pasó de 3% a 8% en 2014.

Así mismo, hubo avances en la adopción de estándares internacionales en dos frentes adicionales. En materia contable, la implementación de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) para las empresas emisoras de valores contribuyó a una mayor integración financiera del país con los mercados globales de capital, toda vez que esta información es más entendible para potenciales inversionistas de todo el mundo y se reducen los costos para las firmas colombianas que emiten en el exterior en jurisdicciones donde ya se aplican dichos estándares.

En la regulación de Gobierno Corporativo, la expedición del Código País por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC), impulsado en el marco de acceso a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), alineó la normatividad local con las mejores prácticas de transparencia y protección a inversionistas minoritarios aceptadas internacionalmente, y en este sentido constituye una garantía adicional para inversionistas locales y extranjeros.

Finalmente, la revisión integral del Régimen Cambiario aplicable a la inversión extranjera llevada a cabo por el Ministerio de Hacienda y el Banco de la República culminó con la expedición de normas⁵ que simplificaron los procedimientos aplicables a estos inversionistas, reduciendo la posibilidad de sanciones por errores de naturaleza formal en el proceso del registro de la inversión. En este sentido se robustece el marco para brindar seguridad a los importantes flujos de inversión que han llegado al mercado de capitales colombiano.

3.2. Apuesta por la Integración Regional

Un elemento central en el esfuerzo de la internacionalización ha sido el compromiso por desarrollar una agenda de integración regional con el fin de ampliar la base de inversionistas y de activos y propender por un mercado más profundo para los mercados participantes. Este proceso parte de una iniciativa privada de las bolsas de valores de Chile, Colombia y Perú materializada en el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), con la cual se han comprometido las autoridades en el marco de la Alianza del Pacífico.

El MILA entró en operación el 30 de marzo del 2011, siguiendo un proceso que inició el 9 de septiembre del 2009, tras la firma de un acuerdo entre la Bolsa de Comercio de Santiago, la Bolsa de Valores de Colombia, la Bolsa de Valores de Lima, DCV, DECEVAL y CAVALI. Este acuerdo se extendió a la Bolsa Mexicana de Valores e INDEVAL en el marco de una reunión de la Alianza del Pacífico en junio del 2014. El MILA está coordinado por un Comité Ejecutivo que está compuesto por los presidentes o gerentes de las bolsas y los depósitos de valores de los miembros, y cuatro sub-comités (Comercial, Legal, Operativo y Tecnológico), los cuales, a su vez, cuentan con su respectivo líder.

El MILA permite la participación en el mercado de renta variable de los cuatro países por medio de más de 60 intermediarios locales, con compensación y liquidación de operaciones, sencilla, segura, costo-eficiente y sin repetición de procesos en cada país.

⁵ Decreto 119 de 2017, que reformó el Decreto 2080 de 2008; y la Resolución Externa 1 de 2018 adoptada por la Junta Directiva del Banco de la República.

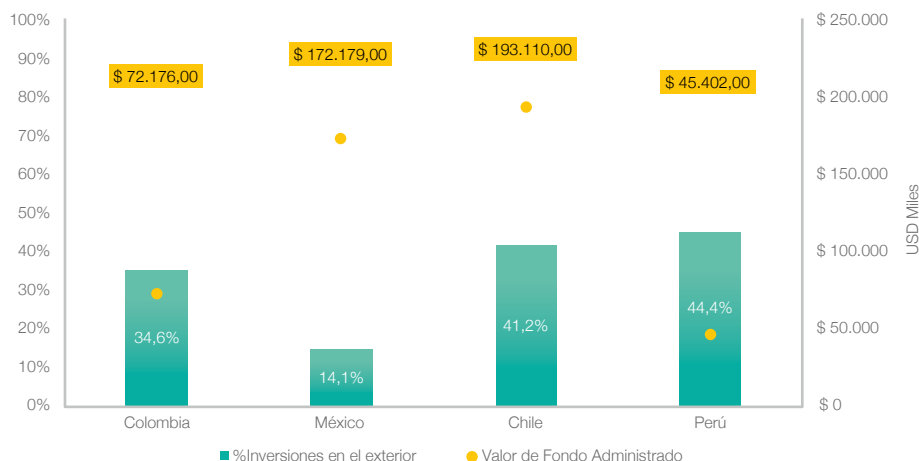
Los emisores locales tienen acceso a los inversionistas de cualquiera de los cuatro países con una sola inscripción. Las transacciones se realizan en moneda local y no es necesario salir de cada país para efectuarlas.

Desde el punto de vista de los gobiernos, en 2015 se creó el Consejo de Ministros de Finanzas de Alianza del Pacífico, el cual busca promover la integración económica y financiera regional, constituyéndose en el ejercicio de integración financiera más prometedor de toda la región. La agenda del consejo se ha concentrado en facilitar la comercialización de productos financieros a nivel regional, así como en visibilizar los mercados de capitales de la región para atraer mayores recursos para la financiación de sectores, como el de infraestructura, y transferir riesgos a los mercados financieros globales.

En lo que es sin lugar a duda el proceso de integración más exitoso de América Latina, avanzamos de forma decidida hacia la consolidación de un mercado financiero regional, que en términos de capitalización bursátil es comparable al mercado de Brasil (USD\$ 1 billón, y 639 emisores frente a 335 en Brasil). Dicha integración es una forma eficiente de multiplicar el número de jugadores y de activos disponibles de una manera más acelerada que lo que permitiría el crecimiento orgánico de nuestros mercados. Lo anterior tiene el doble beneficio de obtener mejores condiciones de financiación en el caso de empresas y proyectos, y mejores alternativas de inversión y rendimientos para los ahorradores e inversionistas.

La Alianza ha promovido avances significativos para converger hacia mercados más integrados. En primer lugar, se hicieron ajustes en todas las regulaciones para ampliar los valores que se pueden transar en MILA y para que se pudieran adquirir valores emitidos en ofertas primarias o en mercado secundario. En el caso de Colombia se expidió el Decreto 2241 de 2015 para que se pudieran negociar, además de valores de renta variable, valores de renta fija y derivados estandarizados. De otro lado, se permitió el ofrecimiento local de ofertas públicas autorizadas por supervisores con los cuales la SFC tuviera acuerdos de intercambio de información y protocolos de supervisión. Este tipo de acuerdos y protocolos están actualmente vigentes con los países de la Alianza.

Adicionalmente, en la reforma tributaria de 2016, se estableció que los fondos de pensiones y cesantías administrados por sociedades supervisadas por autoridades extranjeras con acuerdos de intercambio de información y protocolos de supervisión vigentes con la SFC, tuvieran el mismo tratamiento tributario que los fondos de pensiones y cesantías locales, es decir, no ser sujetos del impuesto de renta por lo cual sus inversiones de portafolio en Colombia no son objeto de retención en la fuente. En el caso de los fondos de pensiones, se trata de pasar de 4 actores en el mercado colombiano a más de 25 en los países de la Alianza, con unos recursos administrados por casi USD\$ 500 millones.

Gráfico 7. Recursos administrados e inversión en el exterior de los Fondos de Pensiones de la Alianza del Pacífico

Fuente: Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones (FIAP).

Más recientemente, en octubre de 2017, se expidió el Decreto 1756 que permite ofrecer en el mercado local fondos de inversión que hayan recibido autorización previa y expresa por parte de una autoridad de supervisión que tenga suscritos acuerdos o convenios de intercambio de información y protocolos de supervisión con la SFC. Este es un primer paso hacia la consolidación de un mercado común de fondos de inversión (conocido como pasaporte de fondos) que permita la libre comercialización de estos productos entre los inversionistas de los países integrantes de la Alianza.

De igual manera se destacan las nuevas facilidades a la inversión de los inversionistas institucionales, introducidas en varias medidas adoptadas por los países en los últimos años, tales como la posibilidad de inversión de manera directa por parte de fondos de pensiones de Chile en los demás países de la Alianza, la ampliación del límite de inversión en el exterior permitido a los fondos de pensiones peruanos de 42% a 48% entre 2016 y 2018.

Estas medidas apuntan a ampliar tanto la base de inversionistas, favoreciendo la entrada de nuevos jugadores, como la oferta de nuevos productos en nuestro mercado local. Trabajar en un proceso de integración regional le permite al mercado tener una mayor competitividad y visibilidad en el contexto global y de esta manera ser más atractivo para los grandes jugadores internacionales.

3.3. FIC: Vehículo para mejorar el acceso al mercado de capitales para los inversionistas

Una de las principales modificaciones para el desarrollo del mercado de capitales local fue la reforma al régimen de Fondos de Inversión Colectiva (FIC). Esta reforma permitió dinamizar esta industria que en el mundo es uno de los mecanismos más eficientes para canalizar el ahorro de las personas y empresas hacia los mercados de capitales, permitiéndoles asumir riesgos y diversificar sus portafolios.

Estos fondos son una alternativa al acceso al mercado de manera individual, mecanismo que puede resultar costoso y complejo. El acceso a través de vehículos colectivos distribuye los costos entre varios inversionistas, trasladando las economías de escala del gestor a los clientes. De otro lado, los inversionistas se benefician de la diversificación de riesgos propios de los esquemas colectivos y cuentan con una asesoría especializada que les permite entender mejor sus decisiones de inversión. De esta manera, los FIC son el vehículo natural para atraer a los clientes menos sofisticados al mercado, ya que permiten ampliar la base de inversionistas y la penetración de la industria, con una adecuada gestión del riesgo.

En términos generales el Decreto 1242 buscaba permitir la especialización de los agentes en las diferentes partes del proceso de administración (gestión, administración, distribución) y facilitar los procesos de autorización por familias para gestión de riesgo que tuvieran elementos comunes. A su turno, el Decreto 1243 introdujo la figura del custodio en el mercado local, como elemento esencial para la gestión del problema principal - agente en la administración de portafolios, dotándolo de mayor seguridad (Manguashca, 2016).

La medida genera eficiencias para la industria de fondos ya que permite un mayor aprovechamiento de economías de escala para cada parte del proceso. Así mismo, la concentración de actores a actividades específicas permite que se desarrollen tecnologías puesto que concentran los esfuerzos de innovación en una parte de la cadena y no en toda ella. En adición, la figura del distribuidor alinea los incentivos para que este busque las mejores opciones de inversión para los inversionistas y de esa manera cultive una base sólida de clientes generando impactos positivos en términos de competencia en este mercado.

En materia de seguridad, la introducción de la figura del custodio no solo acerca al mercado colombiano a estándares internacionales, elemento clave para la internacionalización, sino que además genera confianza entre los inversionistas ya que busca la protección de los recursos de los clientes con una separación efectiva de los recursos de estos frente a los del administrador. Esta medida también genera economías de escala que reducen los costos de transacción de todo el mercado de capitales, y obliga a las entidades a contar con condiciones operativas de mayor nivel que les permita conectarse con los custodios (Manguashca, 2016).

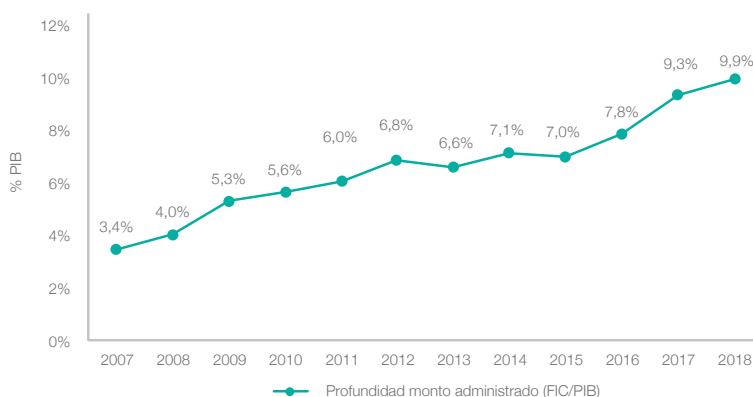
La custodia de otros activos ofrece una oportunidad adicional para abaratar los costos de compensación y liquidación de los intermediarios del mercado.

Otras medidas para promover la inversión en los FIC fueron las normas referentes al tratamiento tributario para que el ingreso de nuevos jugadores en la cadena (ie. administrador, distribuidor) no generara el doble cobro del gravamen a los movimientos financieros, y las comisiones no generaran el doble cobro del IVA.

Por otra parte, la SFC implementó el sistema de autorización general para los FIC de entidades que cumplan con ciertos estándares de operación, lo cual permite responder de forma más rápida al mercado y facilita el desarrollo de esta industria. Se trata de una simplificación de los trámites de autorización de nuevos fondos, reduciendo el tiempo de respuesta por parte del supervisor de meses a minutos⁶.

La evolución de las cifras de activos manejados por la industria y el número de clientes reflejan el impacto positivo de estas medidas. La profundidad de la industria, medida con respecto al PIB, pasó de 5,3% en 2009 a 6,6% en 2013 y a 9,9% en 2018. Los clientes también han crecido más del 27% desde 2013, alcanzando 1,69 millones de inversionistas en estos vehículos a finales de 2018⁷.

Gráfico 8. Monto administrado en Fondos de Inversión Colectiva, 2011-2018



Fuente: Asofiduciarias, Dane.

También se observa la aparición de los primeros modelos de distribución especializada, los cuales tienen un alto componente tecnológico tanto para el desarrollo del negocio como para la prestación del servicio al cliente final, de manera que empieza a darse, aunque de manera tímida, algunos pasos hacia la especialización de la industria. Adicionalmente a finales de 2018, las agremiaciones de entidades administradoras de FIC, lanzaron la herramienta de clasificación de los fondos que le permitirá a los inversionistas comparar y escoger de manera informada entre las alternativas disponibles, un paso fundamental en la transparencia en este mercado.

⁶ Castaño, J. (2018). *La industria de Asset Management y las expectativas desde la supervisión*. 6° Congreso anual de la Asociación de Fiduciarias de Colombia. Bogotá, Colombia.

⁷ Cifras de Asobolsa, con base en datos de la SFC.

Sin embargo, a pesar de que el esfuerzo regulatorio de los últimos siete años ha empezado a ser aprovechado y comienza a evidenciarse su materialización, aún queda mucho trabajo por hacer. La industria aún puede sacar mucho más provecho al marco regulatorio vigente a través del diseño de nuevos productos más ajustados a las necesidades de los clientes, la innovación, la incursión en modelos de negocios especializados, entre otros.

La mayor parte de las inversiones de los FIC siguen concentradas en CDT y cuentas de ahorro. Tal como lo plantea Maiguashca (2016), existen importantes posibilidades para poblar el segmento medio de la frontera de riesgo retorno de forma que no solo se ofrezcan productos con foco en activos del mercado intermediado o activos alternativos de perfiles mucho más riesgosos.

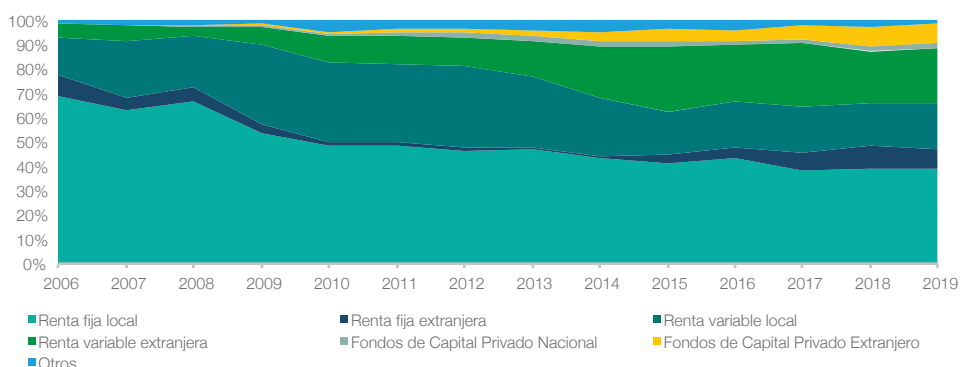
En la medida en que tengamos un ecosistema más poblado por nuevos jugadores, vamos a tener un mercado con mayor competencia y beneficios para todos los participantes. El mercado colombiano tiene aún un enorme potencial crecimiento y sacarle más provecho al marco regulatorio actual es necesario para que alcancemos los niveles de nuestros pares.

3.4. Más alternativas de inversión y portafolios más diversificados

El comportamiento del portafolio de los fondos de pensiones ha sido otra de las dinámicas que ha influido en el desarrollo del mercado de capitales local. En términos de tamaño, estos inversionistas pasaron de representar el 14,5% del PIB en 2008, al 27,2% en 2018. Adicionalmente, se ha observado una tendencia a diversificar sus portafolios, con el consecuente impacto en la demanda de las distintas clases de activos de la economía.

La introducción del esquema de multifondos, a través de la Ley 1328 de 2009 y sus Decretos reglamentarios, permitió una mayor flexibilidad para que las Administradoras de Fondos de Pensiones pudieran ajustar sus portafolios teniendo en cuenta los distintos perfiles de sus afiliados. Esta reforma estableció por primera vez rangos mínimos de inversión en renta variable y en activos denominados en moneda extranjera para algunos de los portafolios de forma que se pudieran diferenciar los perfiles de riesgo entre los distintos portafolios administrados por una misma administradora.

Gráfico 9. Composición Portafolio Fondos de Pensiones Obligatorias, 2006-2019



Fuente: SFC. A partir de 2010, corresponde a la participación del Fondo Moderado.

Estas nuevas posibilidades, combinadas con un entorno de inflación controlada en el que las ganancias por valoración de la renta fija se moderaron de forma importante, motivaron a los administradores a buscar una mayor participación de la renta variable en sus portafolios. En una primera fase concentrados en las acciones del mercado local, duplicando su participación del 15% al 33% entre 2006 y 2012; posteriormente recomponiendo parte de ese portafolio hacia renta variable del exterior. Esta última tendencia también explica en buena medida, el aumento de la exposición a activos del exterior que solo representaban el 9,4% en 2008 y pasan a pesar 39% en 2018, un porcentaje similar a la exposición internacional de fondos en otros países de la región como Chile o Perú.

En este frente, otra medida implementada fue la actualización de los regímenes de inversión de los principales inversionistas institucionales (fondos de pensiones y aseguradoras) con el fin de generar nuevas alternativas de inversión y a la vez ampliar la gama de opciones para la diversificación de los portafolios de los fondos.

Fue así como entre 2013 y 2016 se expidieron normas que reclasificaron las inversiones admisibles, entre activos tradicionales y activos alternativos, y se adicionó una nueva categoría para inversiones que se denominaron restringidas, y permitieron inversiones en nuevas clases de activos que por su naturaleza están expuestos a riesgos que no presentan correlación con el comportamiento de los mercados financieros, tales como los fondos de deuda para inversiones en infraestructura.

En el caso de las inversiones restringidas se incluyó la posibilidad de invertir en valores emitidos en el segundo mercado, en fondos cuyos subyacentes no estén calificados o no tengan grado de inversión, en hedge funds y en fondos de inversión colectiva apalancados, exigiendo, en todo caso, requisitos y procesos más estrictos para la gestión de los riesgos de estas inversiones y con un límite reducido. Como resultado de estas medidas, los activos distintos de la renta fija y la renta variable tradicional pasaron de representar el 3% del valor del portafolio en 2008 a el 12% diez años después.

Esta recomposición se presentó aún cuando muy pocas personas han optado por escoger activamente el tipo de portafolio en el que quieren tener sus ahorros pensionales. En la medida en que entre en operación la asignación por defecto de los afiliados a los multifondos según la edad de los cotizantes⁸, se espera que la participación de los activos alternativos y de la renta variable en el total de activos administrados por las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) se incremente.

3.5. Regulación y supervisión fortalecidas

Colombia tradicionalmente ha contado con un marco de regulación y supervisión sólido y técnico que en los últimos 10 años se ha ido fortaleciendo.

En materia de regulación, el Decreto 4172 de 2011 crea la Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera (URF) con el objetivo de contar con una entidad independiente con mayores recursos y capacidad técnica. La Unidad cuenta con un Consejo Directivo conformado por el Ministro de Hacienda, el Superintendente Financiero, el Director de la Unidad y dos miembros independientes encargados de aprobar los proyectos de decreto que se quieran publicar para recibir comentarios del público y los que posteriormente se quieran llevar al Gobierno Nacional para expedición.

El proceso de producción normativa adelantado por la Unidad se ha venido fortaleciendo cada vez más e incluye:

- La elaboración de una agenda normativa anual, basada en pilares de mediano plazo, que se publica para comentarios y se construye con la participación de la industria,
- La elaboración de estudios técnicos de evaluación en temas específicos antes de hacer propuestas de regulación,
- La elaboración de documentos técnicos que deben acompañar todas las propuestas normativas en los que se revise el estado del arte, las mejores prácticas internacionales y se detalle la motivación y objetivo de la propuesta,
- La publicación para comentarios del público de todas las propuestas normativas,
- La generación de espacios formales de discusión de las propuestas normativas con la industria,
- La presentación al Consejo Directivo de todas las propuestas tanto al momento de publicar como al momento de presentar para expedición, explicando de manera general los comentarios recibidos y las razones de su adopción o no.

Desde el punto de vista de la supervisión se cuenta con un supervisor integrado con la posibilidad de tener una visión integral del sistema y de todos sus participantes. Así mismo, se ha consolidado un esquema de supervisión basada en riesgos que permite tener mayor foco en los riesgos relevantes y optimiza los recursos de la SFC.

⁸ Decreto 959 de 2018.

Una serie de reformas importantes fueron implementadas en el marco del proceso de adhesión de Colombia a la OECD, que se culminó en 2018. Sin lugar a dudas, hacer parte de este importante club de buenas prácticas al que pertenecen la mayoría de los países desarrollados en el mundo, es una oportunidad inigualable para converger hacia los mejores estándares en el diseño e implementación de las políticas públicas.

En ese sentido, uno de los avances más significativos de la agenda prudencial fue el trámite de la Ley de Conglomerados Financieros (Ley 1870 de 2017), que recogía las recomendaciones de distintos entes multilaterales con respecto a las mejoras necesarias en el caso del marco normativo colombiano, incluyendo nuevas herramientas que permitan una completa y adecuada supervisión de la actividad financiera de las entidades que hacen parte de un Conglomerado. Lo anterior cobra particular importancia en el caso colombiano dado el proceso expansión e internacionalización que ha experimentado el sistema financiero en los últimos años, el cual ha implicado estructuras organizacionales y patrimoniales más complejas, junto con mayores exposiciones a diferentes tipos de riesgo.

La Ley facilita la labor de identificación y medición de los riesgos a nivel conglomerado y de los capitales que los soportan, al tiempo que aumenta la transparencia de las estructuras de los grupos. Así mismo, le otorga a la Superintendencia Financiera y al Gobierno Nacional las herramientas y facultades necesarias para efectuar una efectiva supervisión.

De otro lado, con la expedición del Decreto 1817 de 2015 que estableció el procedimiento de nombramiento y remoción y el periodo fijo para varios superintendentes, entre ellos el financiero, se consolida el marco de independencia de esta importante autoridad financiera, en línea con las mejores prácticas internacionales (OECD).

Todas estas medidas propenden por generar un marco regulatorio más estructurado, que responda a una visión de política de mediano y largo plazo, con mayores estándares de transparencia y promoción de la participación y los espacios de diálogo con el sector privado.

4. Los retos y oportunidades

A pesar de los significativos avances descritos anteriormente, existen retos significativos para la consolidación del mercado de capitales como una alternativa eficiente de financiación para firmas y proyectos en el país. La poca profundidad de los mercados es un desincentivo para la participación de nuevos emisores. En ausencia de mercados líquidos, la formación de precios y la certeza de encontrar compradores para los instrumentos financieros emitidos, actúan como disuasores para la colocación de los mismos.

En línea con lo anterior, el reducido número de firmas que acceden al mercado de capitales, y la alta concentración de las emisiones en entidades financieras y en las más altas calificaciones hablan de las oportunidades desaprovechadas por segmentos muy importantes del aparato productivo nacional. Una mención específica debe hacerse del sector de infraestructura para el que el mercado de capitales puede llegar a ser una fuente de recursos fundamental en el futuro.

4.1. La búsqueda de la elusiva liquidez

La caída pronunciada de la liquidez en distintos mercados ha sido una de las preocupaciones más significativas del gobierno y los distintos actores del mercado. La combinación de normas más estrictas para evitar los riesgos de sobreapalancamiento evidenciados a principios de la década, una participación cada vez más importante de inversionistas pasivos que mantienen sus posiciones hasta el vencimiento y una menor participación de personas naturales y de los portafolios de cuenta propia de las entidades financieras ha redundado en mercados menos dinámicos.

Uno de los aspectos que se consideró que podían tener un decidido impacto en la promoción de la liquidez, era el impulso de las operaciones de préstamo o transferencia temporal de valores (transferencias temporales de valores, repos y simultáneas). Sobre este punto, una de las barreras identificadas consistió en que los límites prudenciales para realizar estas operaciones resultaban muy restrictivos, sobre todo teniendo en cuenta la existencia de un esquema sólido de garantías.

Teniendo esto en mente en mayo de 2016 se expidió el Decreto 766 mediante el cual se modificaron los límites prudenciales que deben tener los intermediarios de valores en la realización de estas operaciones permitiendo que el límite de 30% del patrimonio técnico para la celebración de operaciones con un mismo tercero, pudiera ser ampliado por las entidades siempre que justificaran adecuadamente, lo incorporaran en sus políticas de administración de riesgo de contraparte y lo llevaran a aprobación de su Junta Directiva.

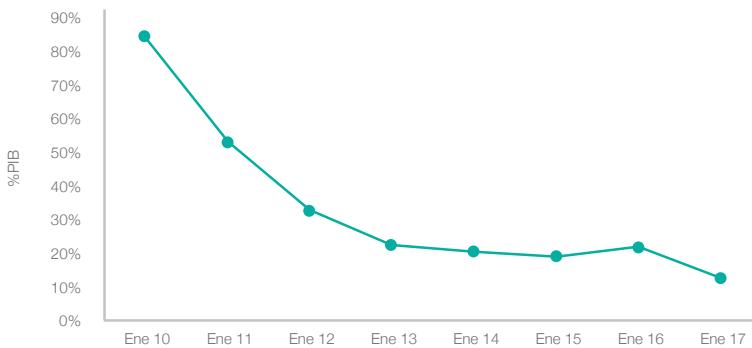
Igualmente, se adoptaron límites máximos por especie con base en el flotante de la respectiva acción y no con respecto al patrimonio técnico de la firma (6,5% del flotante de la especie) y se estableció un porcentaje máximo permitido para la realización de operaciones monetarias sobre una especie por cuenta de un mismo tercero (hasta el 3% del flotante de la especie objeto de las operaciones). Esta modificación se dio en un entorno de colaterales robusto para este mercado, así como reglas y estándares más fuertes en materia de administración de riesgos de contraparte y de liquidez en los intermediarios por parte de la SFC.

Otro aspecto señalado por la industria fue la importancia de incentivar la liquidez en particular en el mercado de deuda privada, como una medida eficaz para promover el desarrollo de este mercado. Sobre este punto se identificó como mecanismo que podría contribuir a profundizar la liquidez, la posibilidad de posicionar referencias específicas y permitir las reaperturas de dichas referencias como ocurre típicamente en los mercados

de deuda pública. En mayo de 2016 se expidió el Decreto 767 mediante el cual se autorizó la reapertura de emisiones de bonos privados de manera que los emisores pudieran adicionar montos a una colocación primaria de deuda manteniendo las mismas características de los títulos originales. Esta herramienta contribuye a concentrar la liquidez en ciertas emisiones y a consolidar las curvas de referencia favoreciendo la formación de precios al tiempo que se generan menores costos de financiación para el emisor a través de una prima de liquidez más baja.

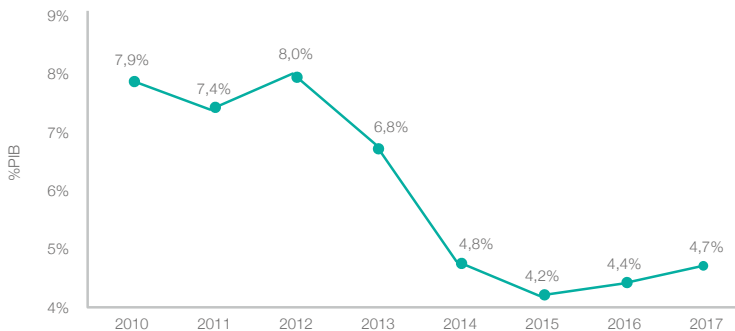
A pesar de la implementación de las medidas descritas, los niveles de negociación en los distintos mercados se mantienen en los niveles mínimos de la década, e implican un reto significativo hacia el futuro.

Gráfico 10a. Negociación mercado de Deuda Privada, 2010-2017



Fuente: FIAB.

Gráfico 10b. Valor transado en el mercado de acciones, 2010 - 2017

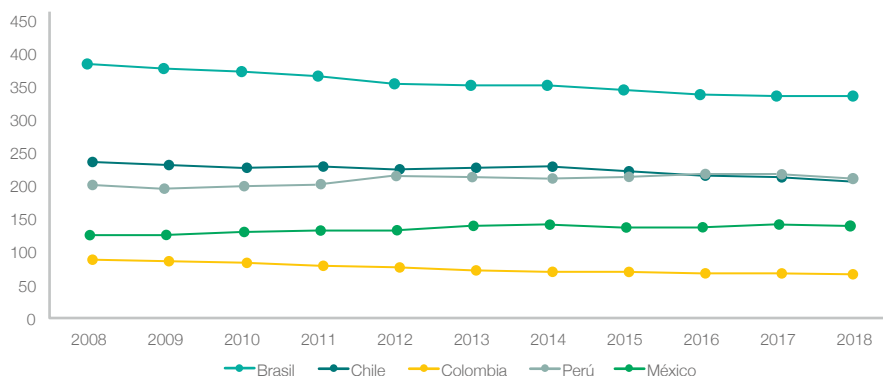


Fuente: World Bank, World Development Indicators Database.

4.2. Un mercado para unos pocos

Como se mencionó anteriormente, un área en donde es evidente una debilidad en el mercado de capitales colombiano es su cobertura, medida como el número de empresas listadas en el mercado de valores. Menos de 70 firmas de las más de 700.000 registradas en el país utilizan este canal de financiación.

Gráfico 11. Número de Compañías listadas en Mercados Latinoamericanos, 2008-2018

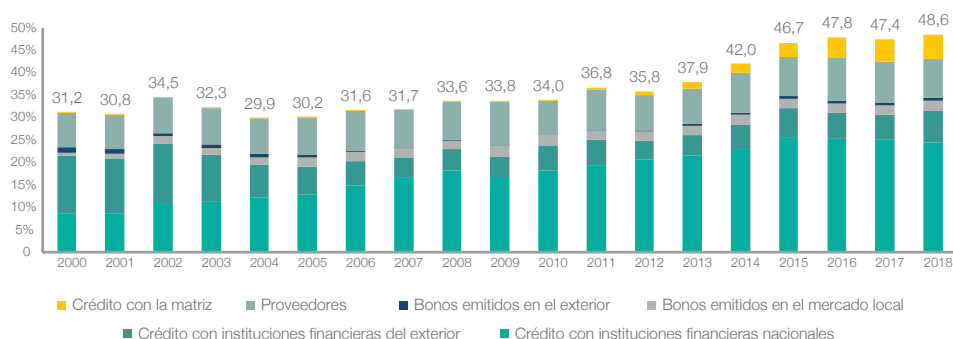


Fuente: FIAB.

Adicionalmente, la tendencia decreciente de la participación es aún más acentuada que en otros países de la región. Entre 2008 y 2018, Colombia ha perdido más de la cuarta parte de sus emisores frente a una reducción de 13% en Brasil y Chile, y unos incrementos de 5% en Perú y 13% en la Bolsa Mexicana de Valores.

En el caso del mercado de la deuda privada, también es claro que el mercado de capitales no se ha consolidado como una fuente alternativa de recursos para la mayor parte del sector corporativo del país. Mientras la cartera con el sector financiero local pasó del 9% del PIB en el año 2000 a 18% en 2010 y a 24% en 2018, el peso de los bonos se mantuvo oscilando entre 1% y el 2,5% del PIB en el mismo lapso, sin llegar a representar en ningún año más del 10% de las necesidades de financiación de las empresas del país.

Gráfico 12. Deuda financiera del sector corporativo por instrumento como porcentaje del PIB, 2000 -2018



Fuente: Banco de la República, *Reporte de Estabilidad Financiera* marzo 2019.

Al respecto, el mercado de capitales entendió la importancia de contar con espacios alternativos de emisión y financiación, más flexibles y a menores costos, que beneficiaran especialmente a las firmas más pequeñas y medianas que por su tamaño enfrentaban mayores dificultades para acceder al mercado de valores tradicional.

En esa dirección, con el Decreto 1019 de 2014, se adopta el canal de autorización para emisiones del segundo mercado el cual tiene menores requerimientos de revelación de información, no exige contar con calificación ni inscripción de los títulos en la bolsa, y cuenta con plazos fijos de autorización para facilitar que los emisores pudieran acceder a los mercados en los momentos más adecuados. Estas emisiones más flexibles solo pueden estar dirigidas a inversionistas profesionales, que pueden realizar una adecuada gestión del riesgo de sus inversiones en este tipo de activos.

La creación de este canal tuvo como objetivo que muchas más empresas pudieran acceder a mecanismos de financiación de largo plazo y a menores costos. No obstante, si bien el mecanismo buscaba generar un escalón intermedio hacia el mercado para empresas de menor tamaño, también tiene condiciones que se ajustan a los requerimientos de financiación de los proyectos de infraestructura. A la fecha, se han autorizado 11 emisiones en el segundo mercado por un valor de COP\$ 1,9 billones⁹, lo cual es indicativo de que aún queda un gran espacio para aprovechar el potencial que este mercado puede ofrecer, sobre todo si se tiene en cuenta que la mayoría de estas han sido realizadas por emisores que ya estaban presentes en el mercado de capitales.

Otras medidas que se adelantaron para facilitar el acceso de nuevos actores se dirigieron a flexibilizar y simplificar los procesos de emisión. En esa línea, en 2017 se expidió el Decreto 1422 que estableció las reglas para la creación de un prospecto de emisión estandarizado que permitiera que el proceso de emisión se hiciera de manera automática y electrónica. La medida tuvo como objetivo reducir los costos de emisión, los tiempos de autorización, y facilitar la comprensión del proceso tanto para emisores como para inversionistas.

⁹ URF (2018). *Material de apoyo taller ¿Cómo ampliar la base de inversionistas en el mercado?*

También en 2017 se expidió el Decreto 1178 que flexibilizó las reglas de emisión de títulos de deuda de manera que se pudieran realizar emisiones con condiciones no estandarizadas que se ajusten de mejor manera a los subyacentes que se pretende financiar. Este decreto permite, por ejemplo, realizar emisiones con intereses escalonados que se ajusten de mejor manera a proyectos que por su estructura no pueden pagar intereses al principio sino solo al final de la emisión. El decreto previó que estas emisiones solo podrían ofrecerse a inversionistas profesionales y tendrían requisitos de información más estrictos.

Por último, para tratar de completar el espectro de posibilidades de financiación para diferentes tipos de empresas y proyectos, en 2018 se expidió el Decreto 1357 que reguló la administración de plataformas de financiación colaborativa como una nueva actividad del mercado de valores. Esta regulación permite que a través de una infraestructura tecnológica (ej. una plataforma) se puedan poner en contacto un número plural de inversionistas (aportantes) con proyectos productivos que requieran financiación, y que la financiación se instrumente a través de títulos participativos o de deuda. Para realizar esta actividad se requiere contar con una licencia financiera liviana (administrador de plataforma colaborativa) que tendrá como función principal la clasificación y visibilización de los proyectos. El monto máximo que se puede recaudar en cada proyecto es de 10 mil salarios mínimos legales vigentes o de 3 mil en caso de que la oferta vaya dirigida solo a pequeños aportantes. Los aportantes no podrán invertir más del 20% de sus ingresos anuales o de su patrimonio, el que resulte mayor.

A pesar de la incorporación de esta serie de medidas encaminadas a simplificar el acceso a los emisores al mercado, aún no se observa un aprovechamiento real de estas nuevas alternativas. Al respecto será necesario seguir trabajando en su socialización con el objetivo de promover su uso y generar confianza entre empresas e inversionistas sobre la seguridad y facilidad que ofrecen.

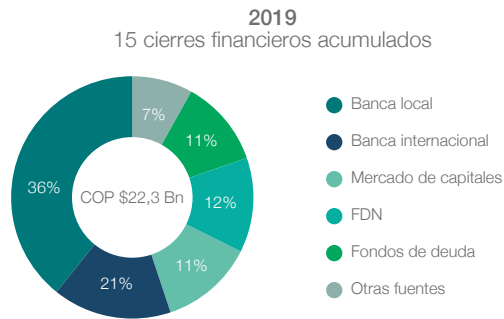
4.3. Financiación del programa de infraestructura: oportunidad pendiente en el mercado de capitales

La inversión en infraestructura ha sido una de las principales prioridades de los últimos Gobiernos, y el tamaño de las inversiones de los programas anunciados supera lo que se ha hecho en esta área en la historia del país. Su financiación es, a la vez, un reto y una oportunidad para el mercado de capitales del país.

Este tipo de inversión es un reto por los montos y la falta de conocimiento de esta clase de activos en el mercado local, y una oportunidad porque por sus características este tipo de proyectos reúne las condiciones en las que el mercado de capitales es un mecanismo eficiente de financiación y asignación de los riesgos. Adicionalmente, una vez completados, en la etapa de operación, el perfil de los flujos financieros se adapta mejor a las necesidades de los inversionistas institucionales.

Los 15 cierres reportados a 2019 reflejan esa combinación de fuentes de fondeo, incluyendo participaciones de la banca local e internacional, la Financiera de Desarrollo Nacional (FDN), el mercado de capitales internacional y los fondos de deuda, que han sido el principal vehículo a través del cual los inversionistas institucionales han participado en el proceso. Alrededor de \$COP 2,5 billones de compromisos de financiación se han realizado por parte de los fondos de deuda y un monto similar se ha canalizado a través de instrumentos de mercado de capitales, aunque en este ámbito los mismos se han dirigido predominantemente al mercado internacional.

Gráfico 13. Cierres financieros acumulados proyectos 4G a junio 2019
Participación por tipo de fuente



Fuente: FDN.

En la medida en la que se consolide esta clase de activo, y los proyectos empiecen a pasar a la fase de operación, cabría esperar que una parte más significativa de la financiación provenga de mercado de capitales doméstico. La existencia de un mercado líquido de deuda pública de referencia, así como la existencia de recursos significativos con horizontes de inversión similares a los de los proyectos permitiría ventajas para inversionistas y constructores.

5. Conclusiones

El buen funcionamiento del mercado de capitales es crucial para que la contribución del sistema financiero al crecimiento económico del país sea aún mayor. En la medida en que las compañías más grandes y los principales proyectos de infraestructura puedan acceder directamente a los mercados de capitales, se van a liberar recursos para que los bancos puedan atender a otros segmentos del tejido empresarial colombiano. Lo anterior entendiéndose también que son los establecimientos de crédito los que están mejor posicionados para realizar el análisis de la calidad crediticia de estas empresas.

La última década evidencia una importante consolidación del mercado de capitales en Colombia, aunque con avances mixtos en distintos segmentos del mismo. Desde la perspectiva de los demandantes de recursos de la economía: para el gobierno, el mercado de capitales se consolidó como una fuente estable de recursos, con una base de inversionistas más diversificada, en donde puede conseguir financiación a tasas decrecientes y a horizontes más largos de tiempo.

Para el sector financiero y algunas empresas grandes, sobretudo públicas, ha representado una fuente de fondeo adicional a través de la cual se ha beneficiado de las mejores condiciones que el mercado otorga al gobierno y en ese sentido ha sido un canal de transmisión efectivo para la reducción de tasas y el alargamiento de los horizontes de financiación disponibles. Sin embargo, para la mayor parte del sector corporativo privado, no se logró posicionar como una alternativa significativa al canal bancario y solo es utilizado por un número reducido de firmas.

Para los hogares y firmas superavitarios en recursos, existen nuevas alternativas de inversión y de ahorro que les permiten diversificar su portafolio para adaptarse a sus perfiles de riesgo y retorno. En particular la industria de Fondos de Inversión Colectiva ofrece un canal eficiente para canalizar sus recursos, aunque es necesario avanzar en la tarea de diversificar los activos en los que invierten estos vehículos y cubrir a un mayor segmento de la población. Con este fin es fundamental profundizar la transparencia de información disponible y fortalecer los esfuerzos de educación financiera de la población.

El proceso de internacionalización de los mercados financieros ha sido un mecanismo eficiente para diversificar la base de inversionistas y ofrecer alternativas de inversión a los principales inversionistas institucionales del país, pero queda aún espacio importante por recorrer. La apuesta de integración regional de Alianza del Pacífico es una senda clara de avance en esta dirección.

Los desafíos hacia futuro no son menores. Muchos de los cambios en el marco regulatorio aún no se han implementado completamente. Hay tareas por hacer tanto por parte de la industria como por el Gobierno, y para lograr resultados contundentes es necesario continuar trabajando de manera colaborativa y entendiendo que el desarrollo de mercado no se puede ordenar por Decreto y que sin un marco regulatorio propicio para el desarrollo y la innovación no pueden hacerse avances importantes.

Se requiere atraer a más inversionistas, especialmente a los minoristas, más emisores, incluso a los pequeños y medianos, bajar costos, operar de manera más eficiente, aprovechar la tecnología, diseñar productos ajustados a las necesidades de los clientes y convertir al mercado en una alternativa real de financiación y de inversión.

Referencias

- Arbeláez, M. A., Perry, G., & Becerra, A. (2010). *Estructura de financiamiento y restricciones financieras de las empresas en Colombia*. CAF Documento de trabajo. Caracas: CAF. Recuperado de: <http://scioteca.caf.com/handle/123456789/211>
- Banco de la República (2019). *Reporte de Estabilidad Financiera*, marzo 2019.
- Becerra, A., Salazar, N. & Wills, D. (2011). *Impacts of Capital Markets Reform on Colombia's Economic Development*.
- Bolsa de Valores de Colombia (2012). *Mercado de Renta Fija Colombiano: Evolución y Diagnóstico. Estudios Técnicos de la BVC*.
- Bolsa de Valores de Colombia (2015). *Mercado de deuda Privada en Colombia*.
- Castaño, J. (2018). *La industria de Asset Management y las expectativas desde la supervisión*. 6° Congreso anual de la Asociación de Fiduciarias de Colombia. Bogotá, Colombia.
- Federación Iberoamericana de Bosas – FIAB. (2011). *Anuario Estadístico 2011*.
- Federación Iberoamericana de Bolsas – FIAB. (2015). *Integración Financiera Regional. La Mejor Ruta a Seguir*.
- Hernández, G. (2018). *Apuntes para la Misión del Mercado de Capitales*. Revista Carta Financiera, 184, diciembre de 2018, pp. 19-24.
- Manguashca, A. (2016). *Una Visión de la Industria de Fondos de Inversión Colectiva en Colombia*. Asofiduciarias.
- Rassa, J., Rodríguez, K. & Rojas J. (2014). *Mercado de Deuda Corporativa en Colombia*. Borradores de Economía 829, Banco de la República.
- URF (2018). *Material de apoyo taller ¿Cómo ampliar la base de inversionistas en el mercado?*
- World Economic Forum – WEF. (2016). *Accelerating Capital Markets Development in Emerging Economies. Country Case Studies*. Recuperado de: http://www3.weforum.org/docs/WEF_accelerating-capital-markets-development-in-emerging-economies.pdf
- World Federation of Exchanges (2018). *What attracts international investors to emerging markets?*

CAPÍTULO II

Colombia y el desarrollo de su mercado de capitales¹

Autores: **Laura Viviana León Díaz**, **Diego Alejandro Martínez Cruz**,
Julián Camilo Mateus Gamboa, **Carlos Andrés Quicazán Moreno** y
Juan Sebastián Rojas Moreno

¹ Los resultados y opiniones contenidas en este documento son de responsabilidad exclusiva de los autores y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1. Introducción

El mercado de capitales es un activo fundamental para una economía en la medida que permite socializar el acceso a fuentes de financiación y redistribuir los riesgos del sector bancario tradicional. En este sentido puede generar eficiencias traducidas en reducciones de costos y contribuir a una mejor asignación de plazos y de riesgos entre los agentes.

Desde el punto de vista de costos, el mercado de capitales mejora la disponibilidad de información de empresas y proyectos productivos de una economía lo que puede generar un choque positivo en la oferta de recursos. Según el Banco Mundial, un mercado de capitales desarrollado permite atraer fuentes adicionales de capital en la medida que existe una mayor competencia en términos de desarrollo de nuevos productos y servicios, así como de capitales dispuestos a financiar diversos proyectos. La financiación de infraestructura mediante instrumentos de mercado ha sido un claro ejemplo de la convergencia entre oferentes y demandantes de recursos con un impacto significativo en el crecimiento económico.

Desde la perspectiva de los inversionistas, el mercado de capitales contribuye a la diversificación de sus portafolios en la medida que les brinda una mayor oferta de emisores y productos con características heterogéneas. Es así como en la coyuntura posterior a la crisis financiera de 2008, donde se generó un nivel importante de liquidez, aunado a la búsqueda de mayores tasas de rentabilidad, se generaron importantes flujos de capital tanto al mercado accionario como al de renta fija en Latinoamérica, y en general, en los países emergentes. Estos flujos han contribuido a profundizar y dar liquidez a los mercados de capitales, pero también han generado una mayor necesidad de información y seguimiento por parte de las autoridades económicas para prevenir la materialización de riesgos que puedan afectar la estabilidad financiera.

Otra característica importante dentro de la oferta de valor de los mercados de capitales es su rol como instrumento de política pública combinando objetivos en materia monetaria, fiscal y cambiaria. Por ejemplo, a través del mercado monetario se evidencia la transmisión de la política monetaria y de esta manera es posible medir la magnitud o velocidad con la que el mercado ajusta sus tasas de interés, y en general, sus condiciones de liquidez. Por otra parte, el mercado de deuda pública es una de las principales fuentes de fondeo del Gobierno, así como una herramienta de control y seguimiento de la disciplina fiscal. Este mercado es de particular relevancia para la generación de precios y tasas benchmark que sirven como insumo para la valoración de otros instrumentos y, para el caso de Latinoamérica, contribuye de forma significativa a la profundidad del mercado. Por ejemplo, en 2018, la deuda pública representó en promedio un 25% del PIB de los países de la región.

En una economía pequeña y abierta, como la colombiana, la cuenta de capitales es mucho más sensible a consideraciones externas, y en la misma línea las interconexiones entre los mercados mucho más evidentes, lo que hace que tener un mercado local de capitales desarrollado genere una serie de ventajas competitivas. De la misma forma, la

promoción de iniciativas como el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) sirven como una plataforma para el aprovechamiento de sinergias que contribuyen a potencializar las ventajas de profundización de los mercados. En este escenario de internacionalización, se requiere de un mercado cambiario y de derivados lo suficientemente profundos que les permita a los diferentes jugadores contar con mecanismos de cobertura que reduzcan las barreras de entrada y les proporcione eficiencias en la toma de decisiones al reducir la exposición a riesgos no deseados.

A pesar de los beneficios evidentes, los avances en relación con la profundización no han sido completamente satisfactorios. Por una parte, el mercado monetario de los países de la región se concentra en operaciones con el banco central careciendo de desarrollos importantes en el mercado interbancario. Adicionalmente, la capitalización bursátil como porcentaje del PIB para la mayoría de los países de la región es limitada comparada con los países desarrollados lo cual va de la mano con volúmenes bajos de negociación. Si se evalúa el número de agentes que se beneficia de este mercado el análisis es más preocupante dado que el número de empresas listadas en cada bolsa es cada vez menor. Por otra parte, el mercado de deuda pública sigue siendo más importante que el mercado de deuda privada. Lo anterior centraliza los beneficios de costos para el Gobierno, pero no para otros actores de la economía. En relación con el mercado de divisas, el crecimiento en sus volúmenes de negociación es mínimo si se compara con el de las economías desarrolladas. Sin embargo, se ha evidenciado un mayor interés y crecimiento de las negociaciones del peso colombiano en los mercados internacionales.

En este capítulo se analiza la evolución del mercado de capitales colombiano frente al de algunos de sus pares de la región. Para esto se exploran el mercado monetario, accionario, de renta fija y cambiario de México, Brasil, Chile y Perú, con el objeto de estudiar sus características, las dinámicas recientes e identificar aquellos puntos sobre los cuales se deben focalizar los esfuerzos locales, tanto de los agentes e infraestructuras como de política pública, que conlleven a su desarrollo y profundización

2. Mercado de Renta Variable

El mercado de renta variable en Latinoamérica promueve la distribución de recursos en la economía, en tanto conecta las necesidades de las empresas de obtener financiamiento para sus proyectos con la búsqueda de oportunidades de inversión por parte de los agentes superavitarios de la economía. De acuerdo con esto, resulta relevante analizar la evolución que han tenido los principales mercados de la región como Argentina, Brasil, Chile, México y Perú² durante los últimos 14 años, y en particular, analizar cómo ha sido el comportamiento del mercado de Colombia frente al de dichos países en términos de tamaño, liquidez y concentración.

En la región, los países en los que una mayor cantidad de empresas han logrado obtener financiamiento por medio del mercado accionario son Brasil, Chile y Perú con más de 200 empresas listadas en bolsa. En comparación, los mercados de México, Argentina y Colombia tienen los niveles más bajos.

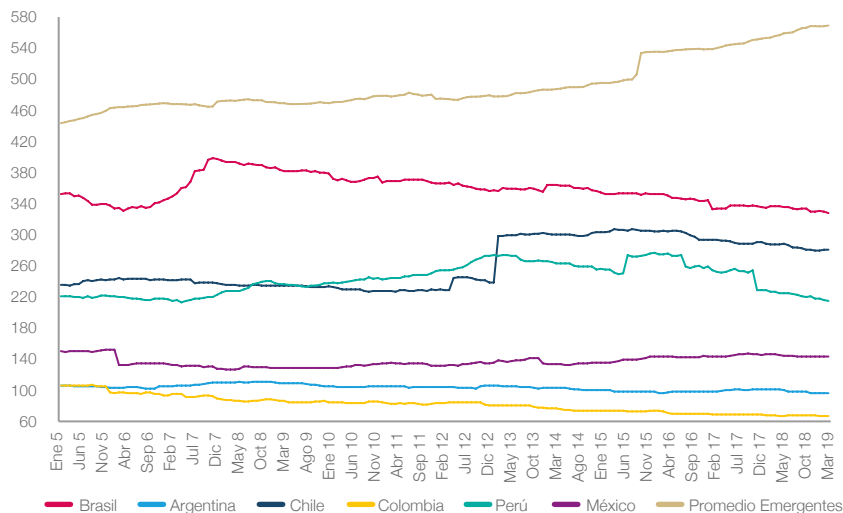
² Se tomarán como referencia las siguientes bolsas en cada país: Argentina (Bolsa de Comercio de Buenos Aires), Brasil (B3 - Brasil Bolsa Balcão), Chile (Bolsa de Comercio de Santiago), Colombia (Bolsa de Valores de Colombia), México (Bolsa Mexicana de Valores) y Perú (Bolsa de Valores de Lima).

Además, se observa que desde 2005 cada vez menos empresas han buscado obtener recursos por medio del mercado bursátil en la mayoría de los países de la región. La disminución más grande en el número de empresas listadas se ha presentado en el mercado colombiano en el que se observa una reducción de 37,4%, pasando de 107 en enero de 2005 a 67 en mayo de 2019. En los mercados de Argentina, Brasil, México y Perú las empresas listadas han disminuido en promedio en 5,9%³, mientras en Chile el número de empresas listadas ha aumentado un 19,2%⁴ (Gráfico 1).

El bajo número de empresas listadas en Colombia refleja que los costos y/o complejidad en la emisión de acciones superan los de otros mecanismos de financiación disponibles para las empresas del país y posiblemente los de otros países de la región. A su vez, un número tan bajo de empresas listadas en bolsa reduce las oportunidades de inversión de los agentes y limita la profundidad y liquidez del mercado.

Cuando se compara este indicador con el de otras economías emergentes, similares en tamaño y calificación crediticia a los países Latinoamericanos analizados, se observa que el número de empresas listadas es mucho mayor, llegando a ser el doble del promedio de Latinoamérica. Además se observa que las otras economías emergentes han tenido un crecimiento constante durante el periodo, aumentado un 28,4% desde enero de 2005⁵ (Gráfico 1).

Gráfico 1. Número de empresas listadas en bolsa⁶



Fuente: World Federation of Exchanges (WFE). **Cálculo:** Banco de la República.

³ Desde enero de 2005 a mayo de 2019 las empresas listadas cayeron en Argentina un 9,3% (pasando de 107 a 97 empresas listadas), en Brasil un 7% (pasando de 358 a 333 empresas listadas), en México un 4,6% (pasando de 152 a 145 empresas listadas) y en Perú 2,7%, pasando de 224 a 218 empresas listadas.

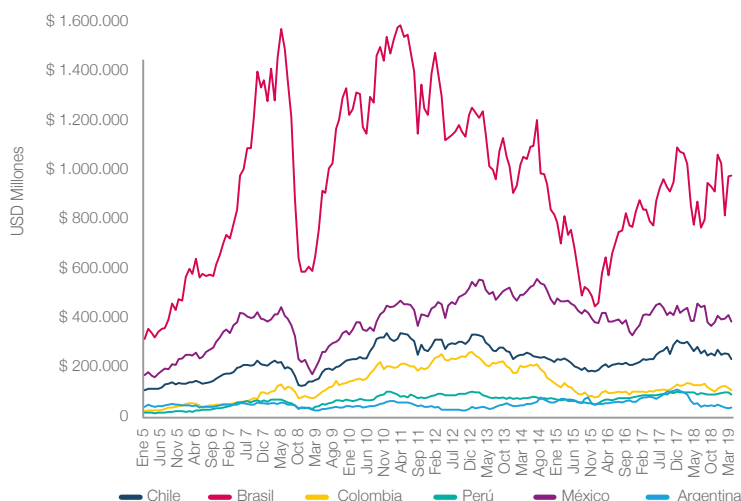
⁴ El número de empresas listadas en Chile pasó de 239 en enero de 2005 a 285 en mayo de 2019.

⁵ Desde enero de 2005 a mayo de 2019 las empresas listadas aumentaron un 89,4% en Indonesia, un 52,9% en Tailandia, un 49,4% en Turquía y un 13,6% en Filipinas, mientras disminuyeron un 6% en Malasia. Para el dato de Indonesia se asumió que el dato de febrero de 2019 permanecía constante hasta mayo, debido a la falta en la disponibilidad de los datos.

⁶ Para el promedio de países emergentes se tomó información de Indonesia, Tailandia, Malasia, Filipinas y Turquía. Para el dato de Indonesia se asumió que el dato de febrero de 2019 permaneció constante hasta mayo, debido a falta en la disponibilidad de datos.

Al comparar el tamaño de los mercados accionarios de la región de enero de 2005 a mayo de 2019 por medio de su Capitalización Bursátil (CB)⁷, se observa que aquel con el indicador más alto es el de Brasil, seguido por los de México y Chile. El mercado colombiano se ubica en el cuarto lugar por encima del de Perú y Argentina. Sin embargo, parte de los movimientos que se observan en este indicador se explica por las variaciones en los precios de las acciones, por lo cual no necesariamente reflejan un crecimiento o decrecimiento de los mercados (Gráfico 2).

Gráfico 2. Capitalización Bursátil



Fuente: WFE.

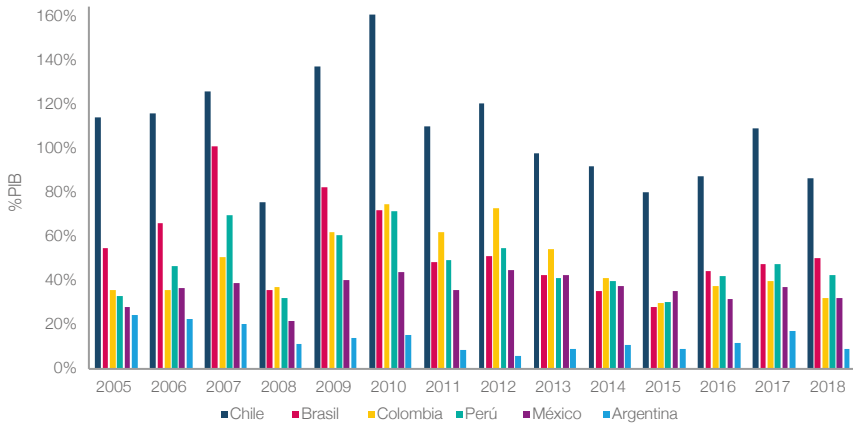
Al analizar la evolución del tamaño del mercado accionario relativo al tamaño total de la economía⁸ en este mismo periodo, se encuentran resultados distintos siendo el mercado chileno el más grande de la región con una participación promedio de 105,2%⁹ del PIB (Gráfico 3). Por su parte, los mercados de Brasil, Colombia, México y Perú en promedio se ubicaron en 45,1%¹⁰. Finalmente, el mercado de Argentina es el más pequeño ubicándose en promedio en 13,2%.

⁷ De acuerdo con la World Federation of Exchanges (WFE, por sus siglas en inglés) la capitalización bursátil se calcula como el número total de acciones locales listadas, multiplicado por sus respectivos precios en un punto de tiempo.

⁸ Capitalización bursátil como porcentaje del PIB, CB/PIB.

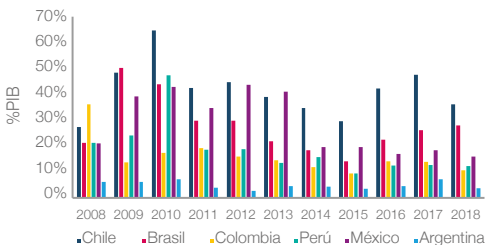
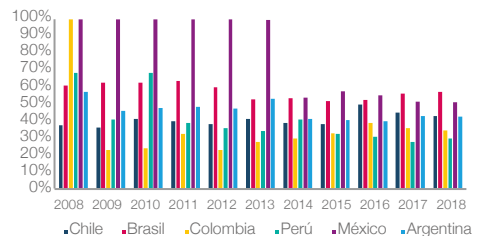
⁹ El cálculo se realizó tomando únicamente el dato de diciembre de cada año, sobre el dato de PIB anual de la base de datos del World Economic Outlook (WEO, por sus siglas en inglés).

¹⁰ Desde diciembre de 2005 hasta diciembre de 2018 el indicador de CB/PIB se ubicó en promedio en 52,8% para el mercado de Brasil, 46,4% para el mercado de Colombia, 46% para el mercado de Perú y 35,2% para el mercado de México.

Gráfico 3. Capitalización Bursátil / PIB

Fuente: WFE y World Economic Outlook (WEO) de abril de 2019 - Fondo Monetario Internacional (FMI), Cálculo: BR. Datos a diciembre de cada año.

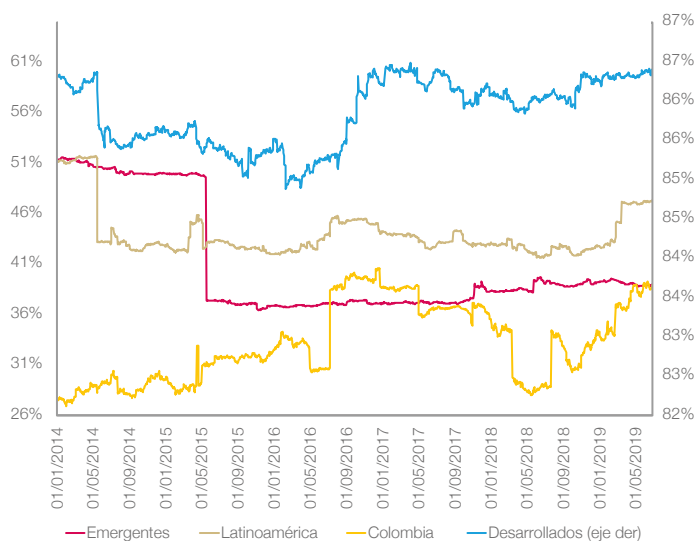
El indicador anterior desconoce las dimensiones reales del mercado sobre el cual los agentes pueden invertir sus recursos, toda vez que una parte de las acciones emitidas se encuentra en manos de inversionistas con fines de control o en poder del Gobierno; de manera que la CB ajustada por flotante/PIB ofrece una medida más clara sobre el tamaño de estos mercados. Con este ajuste el mercado chileno continúa siendo el más grande de la región, pero su tamaño relativo se acerca mucho más a los de sus pares, mientras que para los de Brasil, México, Perú, Colombia y Argentina no se observan cambios significativos frente a la CB/PIB (Gráfico 4a).

Grafico 4a. Capitalización bursátil ajustada por flotante / PIB**Grafico 4b. % de Flotante**

Fuente: WFE, WEO-FMI, Bloomberg. Cálculos: BR. Datos a diciembre de cada año.

Como se observa en el Gráfico 4b, el porcentaje de acciones disponibles (% Flotante) es similar para los países de la región desde 2014 ubicándose en promedio en 43%. Al comparar este nivel respecto a otros países a nivel global se encuentra que, en promedio, tanto Latinoamérica como otros países emergentes¹¹ se encuentran muy por debajo del promedio de países desarrollados¹² (85,9%). Sin embargo, se observa que desde mediados de 2015 Latinoamérica supera al promedio de otras economías emergentes, y en lo corrido de 2019 ha presentado una tendencia alcista explicada por el crecimiento de los mercados de México, Argentina y Colombia (Gráfico 5).

Gráfico 5. % Flotante promedio en otros países



Fuente: Bloomberg. **Cálculos:** BR

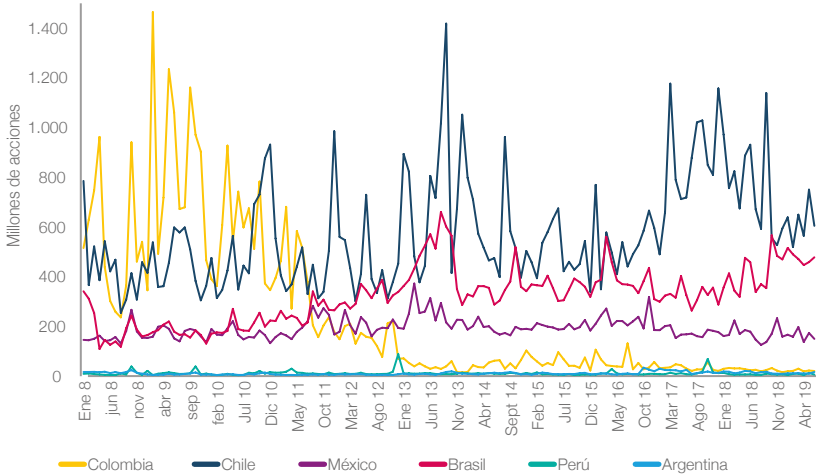
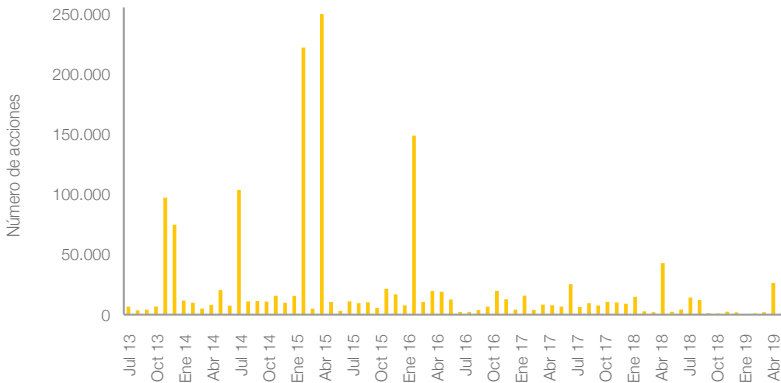
Por su parte, la disponibilidad de acciones en el mercado colombiano se ha mantenido, en promedio, en niveles cercanos a los de otros países emergentes y por debajo del promedio de Latinoamérica. Pese a que el flotante ha presentado un incremento importante durante el último año la disponibilidad de acciones transables sigue siendo baja y podría estar reduciendo los indicadores de liquidez del mercado.

Una de las iniciativas que se ha implementado en la región con el fin de ampliar las posibilidades de inversión fue la creación del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), que entró en operación en 2011 como resultado de un acuerdo entre las bolsas de Colombia, Chile, Perú y México¹³. Aunque su objetivo busca la profundización e integración de los mercados, esta iniciativa no ha tenido una evolución importante cuando se evalúan los volúmenes transados ni el tamaño relativo a los mercados que lo integran (Gráficos 6a y 6b).

¹¹ Para el cálculo del % flotante se tomó la información de los principales índices accionarios de los siguientes países: Indonesia (Jakarta Stock Exchange Composite Index), Malasia (FTSE Bursa Malaysia KLCI), Filipinas (Philippines Stock Exchange PSE Index), Tailandia (Stock Exchange of Thailand SET Index) y Turquía (Borsa Istanbul 100 Index).

¹² Para el cálculo del % flotante se tomó como referencia la información de los principales índices accionarios de los siguientes mercados: EE. UU (S&P 500), Europa (Eurostoxx 600), Japón (Nikkei 225), Alemania (DAX), Reino Unido (FTSE 100).

¹³ Desde 2009 se inició el proceso de creación de un mercado regional para la negociación de títulos de renta variable entre los mercados de Colombia, Chile y Perú. El 30 de mayo inició la operación del MILA y en junio de 2014 la bolsa mexicana oficializó su incorporación, realizando su primera transacción el 2 de diciembre de 2014.

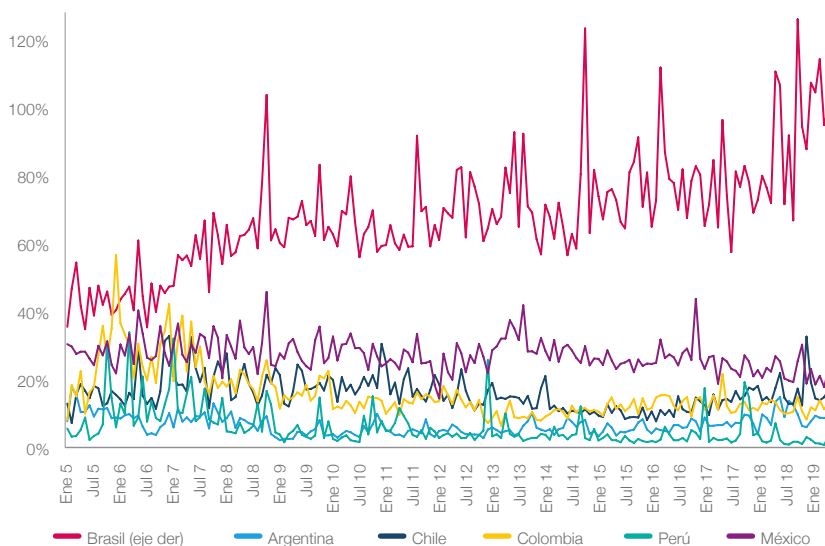
Gráfico 6a. Volumen promedio mensual**Gráfico 6b. Volumen promedio mensual transado en el MILA**

Fuente: Bloomberg, Bolsa de Valores de Colombia (BVC).

En cuanto a la liquidez del mercado, Colombia presentó unos volúmenes de negociación importantes entre 2008 y 2010 ubicándose por encima de los de sus pares, pero desde 2013 se redujeron y la dinámica del mercado colombiano es actualmente una de las más bajas de la región. La evolución de los montos de negociación puede estar ligada al comportamiento del número de acciones transables en el mercado.

El Gráfico 7 presenta la velocidad de rotación de las acciones¹⁴ en los mercados de Latinoamérica y se observa que el mercado colombiano, en línea con lo mencionado anteriormente, presenta un bajo nivel relativo. Por el contrario, el mercado de Brasil presenta un indicador alto, acorde con mayores posibilidades de inversión dado el número de empresas listadas en bolsa y el número de acciones disponibles. Adicionalmente se observa que, aunque el mercado mexicano presenta un alto porcentaje de acciones transables, su liquidez está afectada por el menor número de empresas listadas en bolsa.

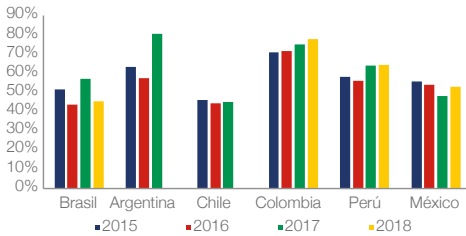
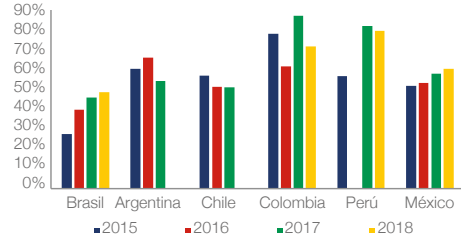
Gráfico 7. Velocidad de rotación



Fuente: WFE.

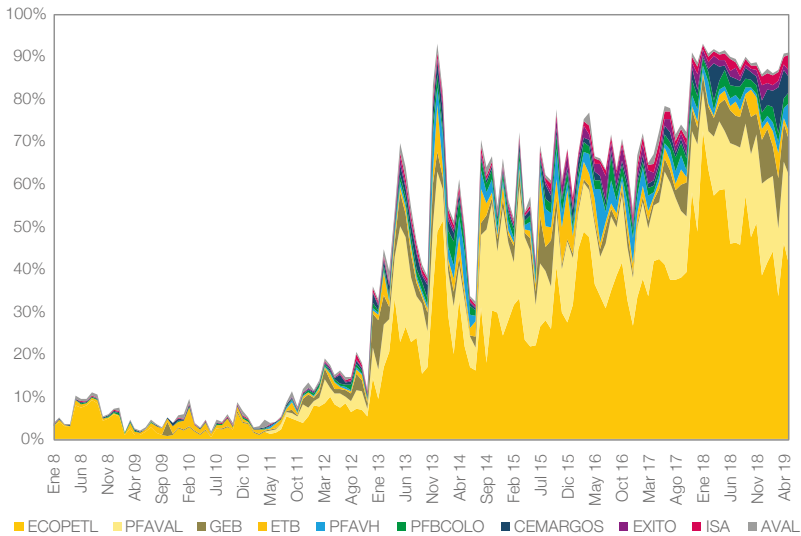
La consecuencia general de un bajo número de emisores y del bajo porcentaje de acciones transables es la alta concentración del mercado. Esto reduce las posibilidades de inversión y concentra los riesgos financieros en el desempeño de un grupo limitado de firmas o sectores económicos. Al evaluar dos medidas de concentración de mercado, donde la primera es la participación de las diez empresas más grandes sobre el total de la capitalización bursátil del país y la segunda la participación de las diez empresas más transadas sobre el total transado en el mercado (Gráficos 8a y 8b), se observan en general valores por encima del 50% siendo el mercado colombiano uno de los más concentrados de la región, seguido por los de Argentina y Perú.

¹⁴ El indicador se calcula como la razón entre el valor de las negociaciones realizadas / Capitalización Bursátil.

Gráfico 8a. Concentración de las diez empresas más grandes¹⁵**Gráfico 8b. Concentración de las diez empresas más transadas¹⁶**

Fuente: WFE, Annual statistics report.

Al analizar las diez empresas más transadas del índice COLCAP, desde 2013 estas empresas han representado el 68,8% del volumen transado del índice y durante el mismo las acciones de Ecopetrol y Preferencial Grupo Aval representaron, en promedio, un 51,1%¹⁷ del total transado (Gráfico 9). Lo anterior ejemplifica cómo los beneficios del financiamiento a través de instrumentos de mercado no están siendo aprovechados de manera óptima por parte de un mayor grupo de firmas.

Gráfico 9. Concentración de las diez empresas más transadas del Colcap

Fuente: Bloomberg. Cálculos: BR.

¹⁵ Los datos de Argentina y Chile no están disponibles para 2018.

¹⁶ El dato de Perú para 2016 no está disponible.

¹⁷ Ecopetrol representa en promedio un 35,7%, mientras Preferencial-Aval representa en promedio un 15,4%.

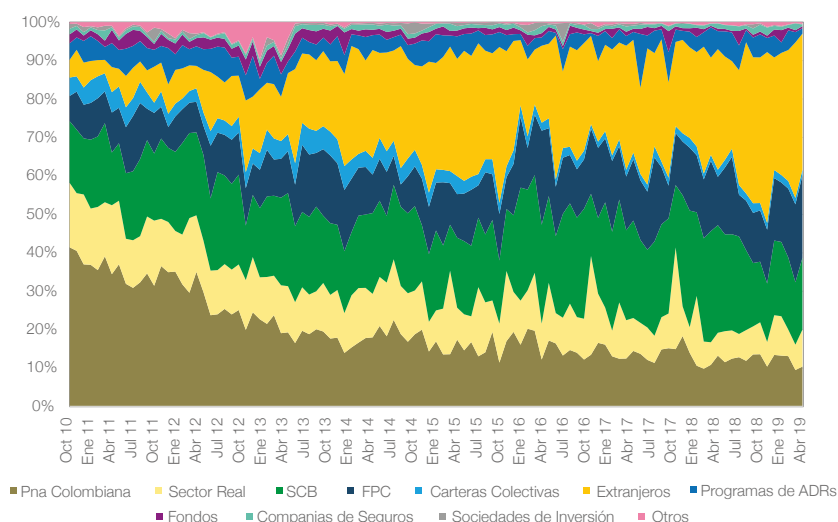
Otro resultado de la alta concentración se refleja en que las variaciones del principal índice accionario del país son determinadas por el comportamiento de pocas acciones. Este efecto reduce los incentivos para los inversionistas que buscan diversificar sus portafolios.

De acuerdo con lo anterior, el mercado accionario colombiano cuenta con un espacio importante de mejora que puede ser aprovechado tanto por demandantes como por oferentes de recursos. Por el lado de la demanda, es importante promover la creación de iniciativas que permitan a más empresas obtener financiamiento a través de la emisión de acciones, lo cual ayudaría a generar un mayor dinamismo y profundidad en el mercado. Por el lado de la oferta, es conveniente generar incentivos que permitan que los capitales, tanto locales como externos, impulsen el dinamismo de este mercado y extiendan sus beneficios a un mayor número de firmas. Lo anterior genera valor para los inversionistas quienes podrían alinear de una manera más eficiente sus objetivos y perfiles de inversión con la composición de sus portafolios.

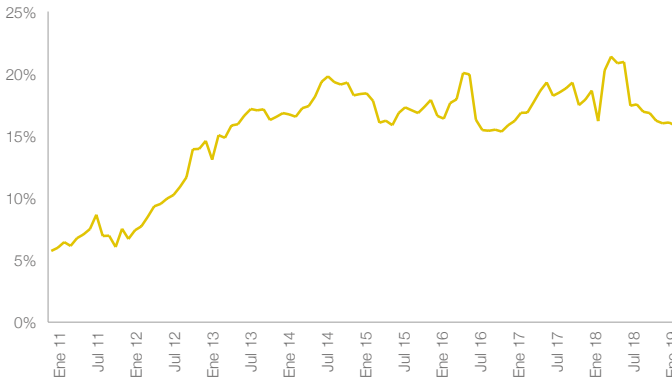
En el Gráfico 10a se muestra que, análogo a la concentración de las acciones, en el mercado local se observa una alta concentración de la base de inversionistas. Según el volumen transado total del mercado por tipo de agente, los principales participantes son los inversionistas extranjeros, seguidos en su orden por los Fondos de Pensiones y Cesantías (FPC), las Sociedades Comisionistas de Bolsa (SCB), las personas naturales y el Sector Real.

En este punto se destaca el crecimiento importante de los inversionistas extranjeros que, desde 2013, acumulan cerca del 20% de la CB ajustada por flotante (Gráfico 10b).

Gráfico 10a. Participación del volumen transado por agente



Fuente: BVC, *Formato de Inversión extranjera IPEXT*. Cálculos: BR.

Gráfico 10b. Porcentaje de participación de extranjeros en el mercado accionario¹⁸

*Se calcula como inversiones de extranjeros en renta variable (incluyendo carteras colectivas) sobre flotante estimado. Datos a agosto de 2018

Fuente: BVC, Formato de Inversión extranjera IPEXT. Cálculos: BR.

En conclusión, el mercado accionario colombiano ha presentado un rezago frente a sus pares de la región y de otros países emergentes en términos del número de empresas que acceden a financiamiento por medio de la emisión de acciones, así como de la disponibilidad de acciones en el mercado. Lo anterior evidencia la necesidad de adelantar medidas tanto del mercado como por parte del regulador que generen un mayor dinamismo, facilitando su acceso y contribuyendo a mejorar sus volúmenes de negociación, liquidez y profundidad.

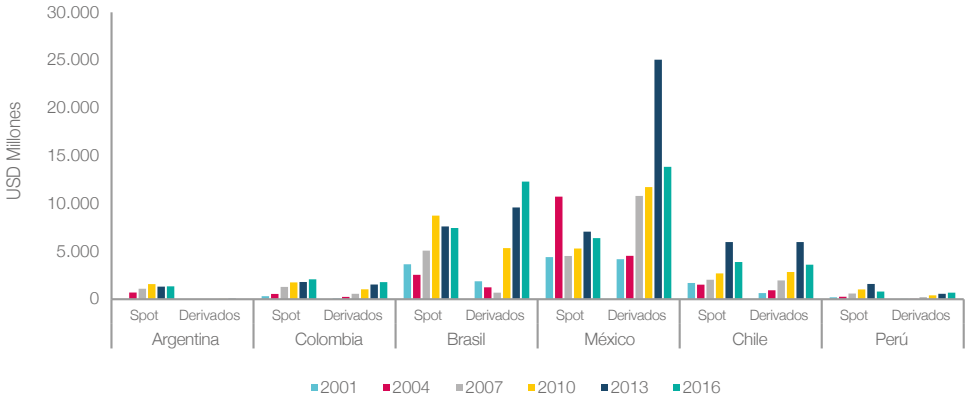
3. Mercado Cambiario

Entre 2001 y 2016 los montos nominales transados diariamente en promedio en los mercados Over the Counter (OTC) de divisas tanto de contado (spot) como de derivados¹⁹ han crecido en las principales economías de la región (Gráfico 11).

¹⁸ Los datos del Gráfico 10b se calculan como inversiones de extranjeros en renta variable (incluyendo carteras colectivas) sobre CB ajustada por flotante.

¹⁹ El mercado de derivados incluye negociaciones de forwards, opciones, FX swaps y swaps de moneda.

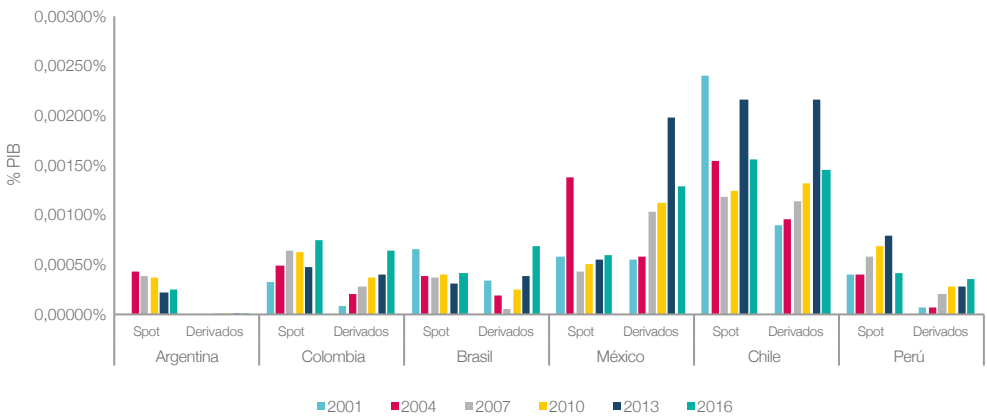
Gráfico 11. Volumen diario promedio del mercado cambiario OTC



Fuente: Bank for International Settlements.

Aunque en términos nominales los mercados de divisas de México y Brasil son los predominantes de la región, al escalar los montos por el PIB de cada país se observa que Chile posee el mercado spot y de derivados más grande en relación a su economía, seguido por el de México (Gráfico 12). Los otros países tienen mercados spot relativamente similares, mientras que en el de derivados sí se observan algunas diferencias. Se destaca, por ejemplo, lo poco profundo que es el mercado de derivados de Argentina, y que el de los demás países ha mostrado un incremento acelerado desde 2001.

Gráfico 12. Volumen del mercado cambiario OTC

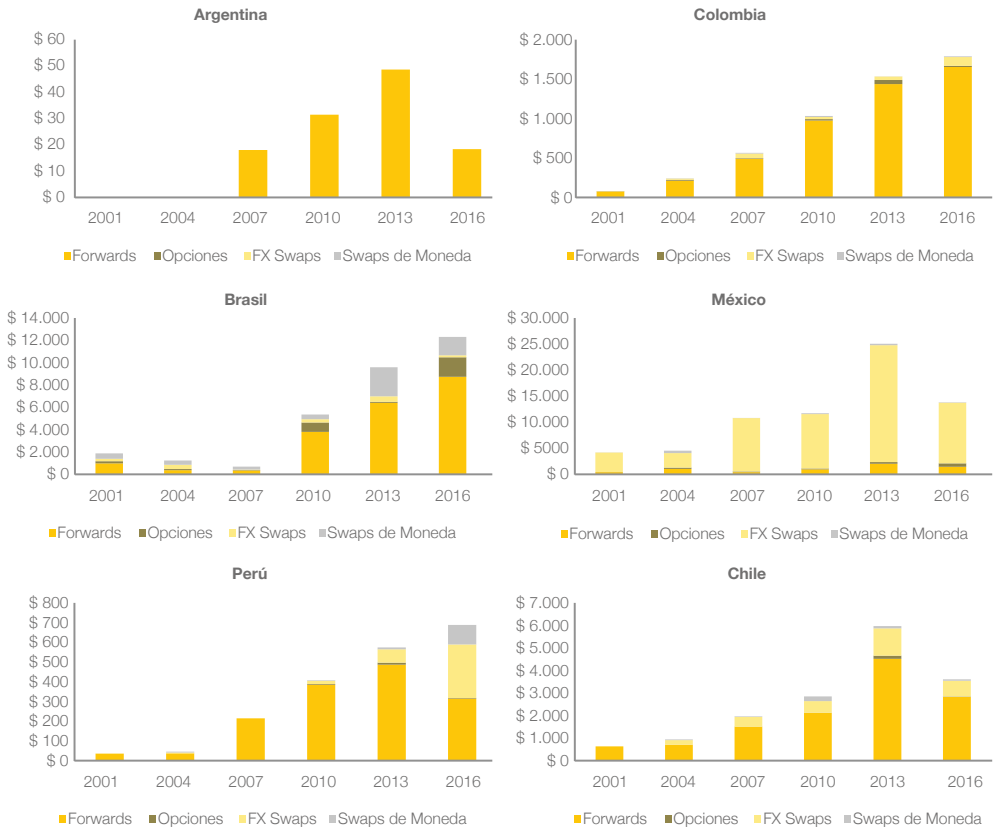


Fuente: Bank for International Settlements.

Al analizar con mayor detalle el segmento de derivados en el mercado cambiario, se puede identificar que el instrumento generalmente más transado son los forwards, seguidos de los FX swaps (Gráfico 13).

Gráfico 13. Volumen del mercado de derivados de moneda, por tipo de instrumento

(Cifras en USD Millones)



Fuente: : Bank for International Settlements.

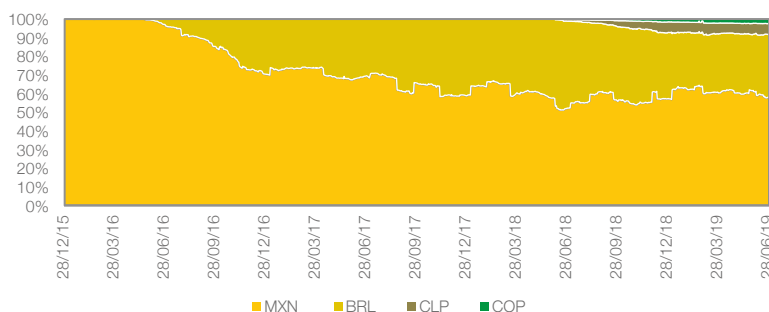
Asimismo, se observan varias particularidades por país. El mercado argentino está concentrado exclusivamente en forwards, lo cual podría explicar su poco desarrollo en relación al tamaño de su economía. Perú, por su parte, muestra un mercado más diversificado que el de sus pares de la región, donde se destaca la ganancia en

participación de los FX swaps y los swaps de moneda²⁰ entre 2013 y 2016. En Brasil también se observa un mercado diversificado, donde las opciones y los swaps de moneda han venido ganando relevancia, aunque los forwards siguen siendo el derivado con mayor volumen de negociación. En el caso de México se aprecia que los derivados de moneda más utilizados son los FX swaps, que representaron 84,7% de ese mercado, en el promedio de la muestra. Este instrumento también tiene cierta relevancia en el mercado chileno, pero este está más concentrado en los forwards. Por último, Colombia muestra un mercado altamente concentrado en forwards, aunque se destaca que otros instrumentos han ganado participación de manera gradual desde 2004, en particular los FX swaps.

Es importante resaltar que desde el lanzamiento de la compensación del swap de tasa de interés del peso mexicano y del swap cero cupón del real brasileño en el Chicago Mercantile Exchange²¹ (CME, por sus siglas en inglés), el volumen y el número de participantes en el mercado de derivados latinoamericano ha venido creciendo. El 21 de mayo de 2018 el CME lanzó la compensación de contratos swap del peso chileno (CLP) y del peso colombiano (COP)²².

Al analizar la participación del saldo vigente de swaps de países latinoamericanos compensados en el CME se puede observar que los productos sobre el peso mexicano y el real brasileño son aquellos que toman la delantera (Gráfico 14). Sin embargo, el saldo de los swaps sobre el peso chileno y colombiano han venido ganando participación desde la fecha de su lanzamiento, lo cual es un reflejo de la expansión de la liquidez global y de las mejoras en el manejo de riesgos que el mercado latinoamericano ha tenido en los últimos dos años.

Gráfico 14. Porcentaje del saldo vigente de los Swaps Latinoamericanos compensados en el CME



Fuente: Chicago Mercantile Exchange. Cálculos: Banco de la República.

²⁰ Según el Bank for International Settlements (BIS), los FX swaps son contratos en los cuales se estipula el intercambio de dos monedas (solo el principal) en una fecha específica, a una tasa definida en el momento del vencimiento del contrato (parte corta) y un cambio inverso de las mismas dos monedas en la fecha futura a una tasa acordada al inicio del contrato (parte larga del contrato). Tanto los swaps spot/forward como los swaps forward/forward están incluidos en esta definición. Por otro lado, los swaps de moneda son contratos donde las contrapartes se comprometen a intercambiar flujos de interés pagaderos en diferentes monedas por un periodo de tiempo acordado y/o contratos para intercambiar principales en diferentes monedas a una tasa de cambio pre-acordada al vencimiento del contrato.

²¹ El CME es el líder global en Latinoamérica de la compensación de swaps.

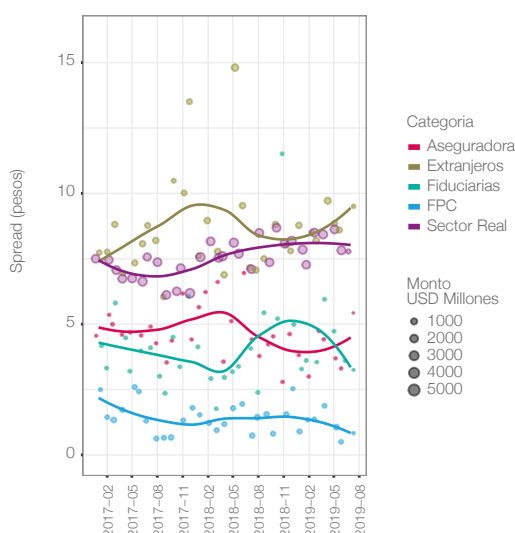
²² El producto ofrecido en el CME sobre el peso colombiano es un Overnight Index Swap – OIS, contrato swap de tasas de interés en el cual se acuerda intercambiar una tasa fija por un índice predeterminado diario de una tasa de referencia. La máxima duración de este contrato es de 20 años, donde el índice de tasa de interés de referencia flotante es la tasa IBR overnight compuesta. Este contrato se liquida en dólares y el tipo de cambio es la TRM.

Al evaluar el comportamiento del mercado cambiario en Colombia se observa que su crecimiento ha estado altamente correlacionado con el desarrollo de infraestructuras de mercado como las cámaras de compensación y de contraparte que brindan mecanismos para reducir los riesgos inherentes, y que adicionalmente permiten generar eficiencia en términos de uso de colaterales y garantías con otros mercados. Adicionalmente, el desarrollo de una estructura regulatoria en materia de negociación y registro de operaciones sobre divisas, enmarcada en la aplicación de prácticas y estándares internacionales sobre la transparencia para la formación de precios, ha generado una mayor confianza por parte de los diferentes agentes involucrados.

En Colombia, el mercado de divisas es un mercado intermediado en el cual solo los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) pueden participar de forma profesional, atendiendo la oferta y la demanda de otros sectores. Al analizar el tamaño de las operaciones realizadas en el mercado spot por tipo de contraparte de los IMC, se puede apreciar que el monto promedio más alto es operado por las empresas del sector real (empresas del sector comercio principalmente, dentro de las cuales se destaca el volumen de las operaciones de empresas importadoras, Cardozo et.al, 2014) seguido por las operaciones realizadas por los inversionistas extranjeros.

Cuando se tienen en cuenta el costo asociado a este tipo de operaciones (spreads de las operaciones²³), se observa que desde 2017, los spreads presentaron una divergencia: mientras que los spreads de los Fondo de Pensiones y Cesantías (FPC) y de las Fiduciarias disminuyeron, los spreads del sector real y de los extranjeros aumentaron, a pesar de que la volatilidad de la tasa de cambio disminuyó en los últimos años. Lo anterior refleja la importancia de los inversionistas institucionales en el mercado de divisas (Gráfico 15).

Gráfico 15. Spreads y Montos negociados en el mercado Spot de clientes

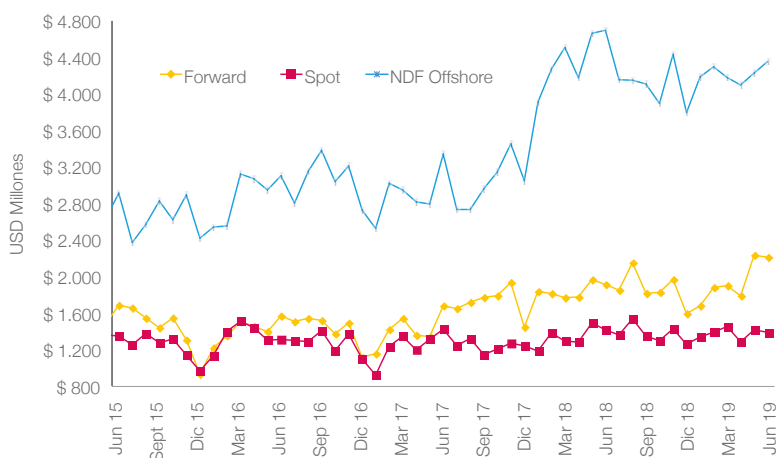


Fuente: Set-Fx; Cálculos: Banco de la República.

²³ En este ejercicio se puede entender un mayor spread como un mayor costo de la operación para determinado grupo de clientes.

Al evaluar la dinámica de las operaciones de los inversionistas del exterior se destaca que el promedio diario negociado de las operaciones de tasa de cambio con otros agentes extranjeros, en lo que se denomina NDF-offshore, es el mercado de mayor tamaño frente al mercado las operaciones spot y forward que se transan localmente y/o con un agente local (Gráfico 16). Lo anterior evidencia el interés de los inversionistas extranjeros en la moneda colombiana, hecho que les permite operar y materializar sus posiciones sobre el mercado local.

Gráfico 16. Promedio Negociado Diario



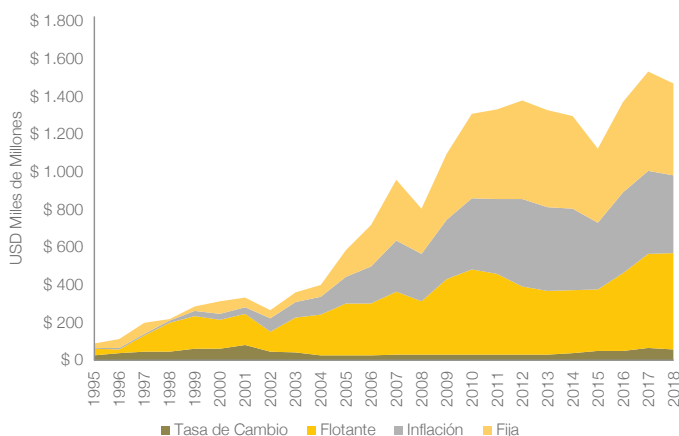
Fuente: Reporte de derivados de IMB al BR, Set ICAP, DTCC.

A pesar de los avances que ha mostrado el mercado cambiario y de derivados en Latinoamérica, aún existen grandes desafíos en relación al entorno regulatorio, a los costos relativos de las operaciones y al acceso de inversionistas internacionales que permitan su desarrollo y profundización. Lo ideal es contar con un mercado cambiario que sirva como la columna vertebral del comercio internacional y la inversión global en Latinoamérica. En el caso colombiano, aún es necesario realizar un diagnóstico que permita identificar los factores que limitan el crecimiento del mercado spot, el cual es fundamental dada la internacionalización de los mercados financieros locales. En esta línea, se deben establecer iniciativas de mercado que permitan evaluar temas como la conveniencia de converger a estándares internacionales para la liquidación de operaciones, el uso de nuevas tecnologías para la negociación y continuar con la adopción de buenas prácticas que robustezcan el profesionalismo del mercado, entre otros.

4. Mercado de Deuda Pública

En términos de deuda pública, en la región la colocación de deuda interna se ha consolidado como una de sus principales fuentes de financiamiento desde mediados de la década de los 90, cuando las crisis financieras internacionales llevaron a los países de la región a priorizar fuentes de financiamiento menos expuestas a choques desfavorables en los mercados externos. Lo anterior, tuvo lugar en un contexto donde los responsables de política adelantaron reformas económicas en aras de controlar la inflación y promover la participación de más agentes en los mercados de deuda (como los fondos de pensiones) y, en general, mejorar las condiciones macroeconómicas de estas economías (Martínez et al, 2015). Como resultado, se incrementaron las colocaciones de deuda interna a tasa fija o indexadas a inflación, principalmente, y se redujo el interés por aquellas más sensibles a choques externos, como lo son los bonos indexados a tasa de cambio (Gráfico 17).

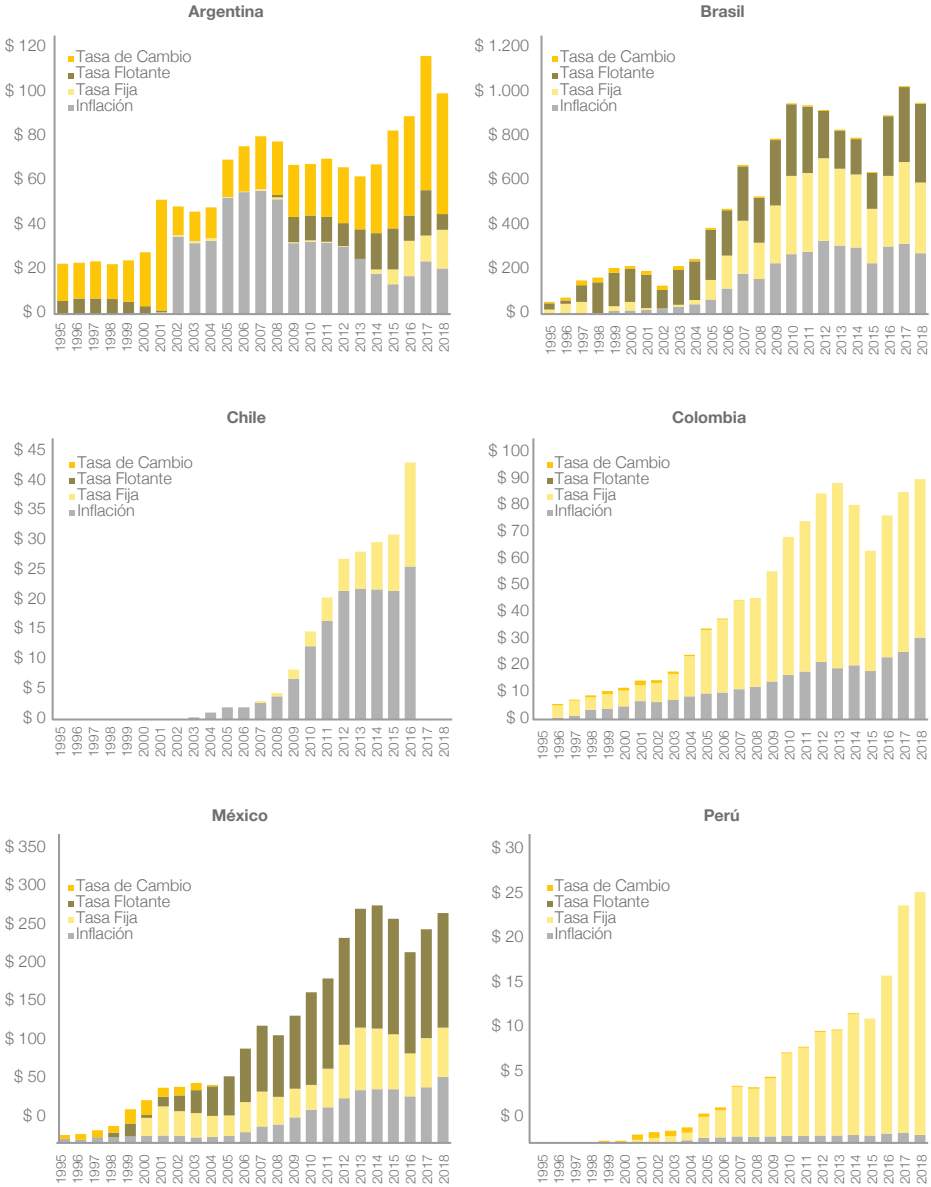
Gráfico 17. Evolución Deuda Interna Región según Indexamiento



Fuente: BIS. Estadísticas agregadas para Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

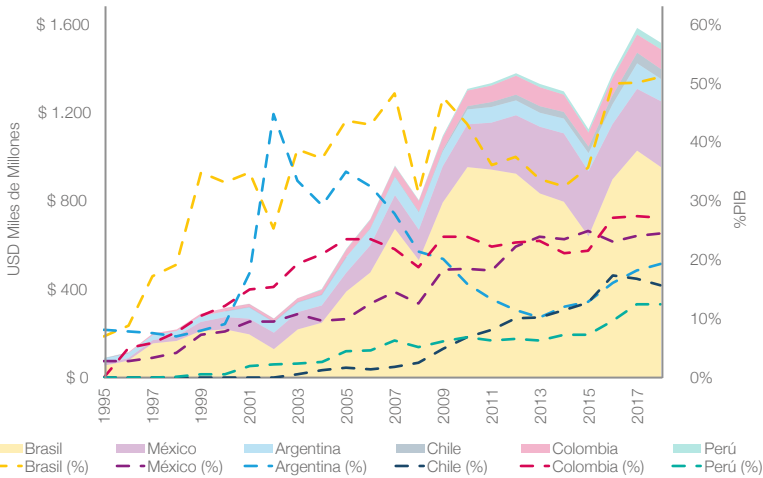
Sin embargo, cada uno de los países analizados ha configurado su portafolio de deuda pública interna de manera particular (Gráfico 18). En Chile la deuda se ha concentrado en títulos atados a la inflación. Para Perú y Colombia la deuda pública está conformada por bonos a tasa fija y una menor proporción por bonos indexados a la inflación. Por su parte Brasil y México, cuyos mercados de deuda son los más grandes de la región en términos nominales, así como su base de inversionistas, la evolución de sus mercados de deuda ha otorgado un espacio importante a las colocaciones a tasa flotante (adicional a las colocaciones a tasa fija e indexadas a la inflación). El caso de Argentina, en contraste con los demás países analizados, predominan los bonos con cobertura a las variaciones de la tasa de cambio, seguida por los bonos atados a la inflación; sin embargo, cabe destacar que en los últimos años ha ganado algo de participación las colocaciones a tasa fija.

Gráfico 18. Caracterización de la deuda pública de los países de la región
(Cifras en USD Miles de Millones)



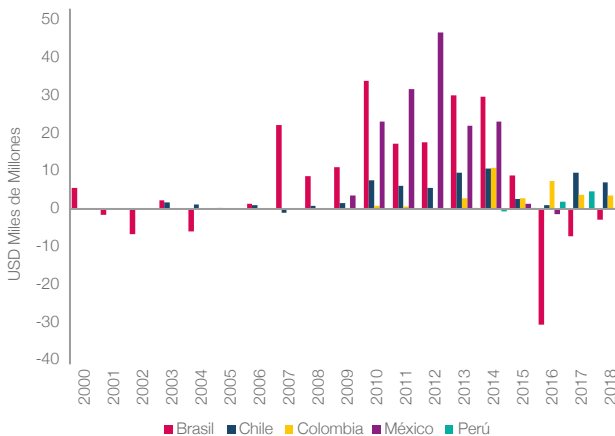
Fuente: BIS.

Al comparar el tamaño de estos mercados se observa que, en términos nominales, los mercados de deuda pública local más grandes son los de Brasil y México, seguidos por Colombia, Argentina y Perú. Sin embargo, al analizar lo anterior en términos relativos al PIB, el mercado más grande continúa siendo el de Brasil, seguido en su orden por los de Colombia, México, Argentina y Perú (Gráfico 19).

Gráfico 19. Evolución deuda del Gobierno central por país

Fuente: BIS y IMF.

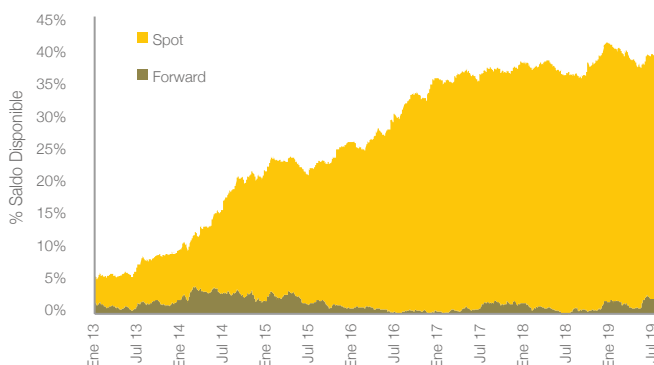
El desarrollo de los mercados de deuda interna de estos países estuvo acompañado por un proceso de integración económica no solo dentro de la región sino frente a economías desarrolladas. A lo anterior se sumaron las medidas de estímulo monetario implementadas por los bancos centrales de economías desarrolladas como respuesta a la crisis financiera internacional de 2008, que provocaron una reducción de las tasas de interés externas y ampliaron las condiciones de liquidez en los mercados internacionales, lo que generó un mayor apetito por activos de economías emergentes los cuales ofrecían mayores retornos. Esto se reflejó en entradas de inversión de portafolio a estos mercados que amplió la base de inversionistas y reforzó su desarrollo (Gráfico 20).

Gráfico 20. Flujo de inversión extranjera de portafolio a Renta Fija

Fuente: BIS y IMF.

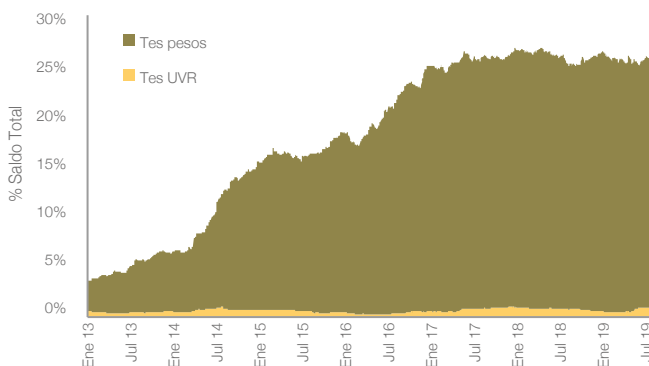
Así, se registraron entradas netas de inversión de portafolio a renta fija (tanto pública como privada) significativas en estos mercados, en mayor magnitud para Brasil y México. Si bien las entradas para Colombia solo superan a las de Perú, su incidencia ha sido significativa en la dinámica del mercado local de tal forma que actualmente estos agentes poseen una cuarta parte del total de la deuda pública local en circulación y, analizando solamente los títulos de renta fija, su participación oscila entre 35% y 40% (Gráficos 21 y 22).

Gráficos 21. Saldos de TES pesos del Offshore en los Mercados Spot y Forward



Fuente: BR.

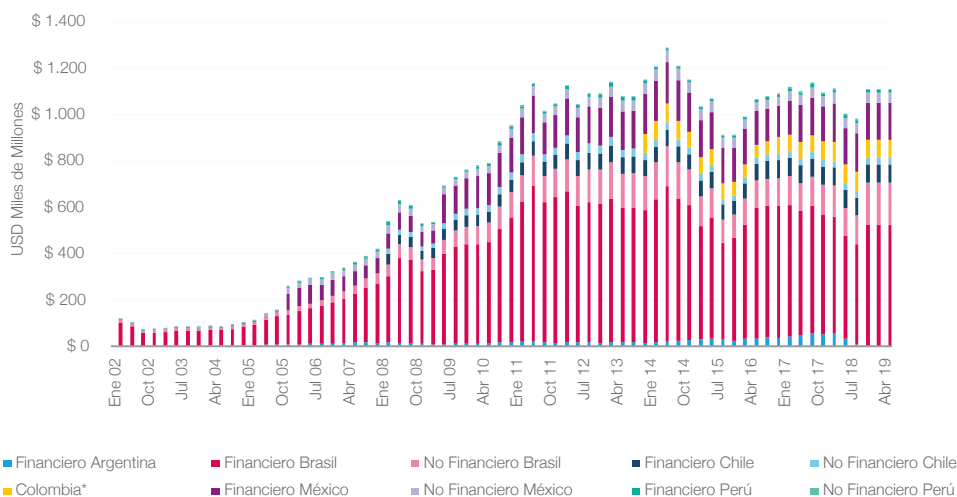
Gráfico 22. Saldo del Offshore en TES Pesos y TES UVR



Fuente: BR.

En el caso de la deuda corporativa, su evolución agregada ha presentado una dinámica mucho más moderada con respecto a la de deuda pública. Para los países de la región, Brasil es el mercado de mayor tamaño, con una magnitud muy superior frente a sus pares (Gráfico 23). Las colocaciones parecen estar concentradas en el sector financiero. En particular, el tamaño del mercado colombiano es similar al de Chile y, en línea con lo observado para deuda pública, se encuentra por debajo de Brasil y México. Lo anterior es interesante en la medida que los mercados de capitales de la región parecieran estar funcionando como fuente de recursos para los establecimientos de crédito, que son agentes del mercado intermediado, en tanto que el sector real no participa activamente en el mercado de capitales.

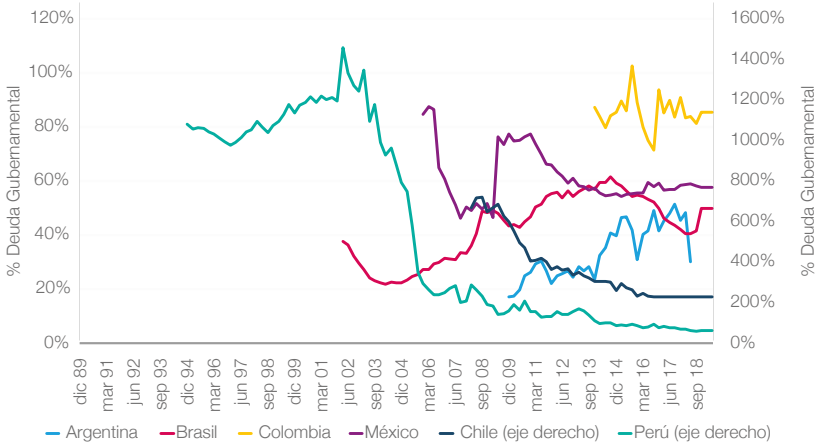
Gráfico 23. Saldos Deuda Corporativa de la región



Fuente: : BID y Bloomberg. Para Colombia, datos extraídos de la BVC desde diciembre de 2013.

Por otra parte, si se comparan los tamaños de estos mercados relativos a la deuda pública de cada país, se encuentra que el de Chile es significativamente mayor frente a sus pares, reflejando principalmente el menor tamaño de su mercado de deuda pública. En varios de los casos analizados se observa un decrecimiento en el tamaño de estos mercados frente a los de deuda pública. En contraste, se observa un crecimiento sostenido del mercado de deuda corporativa brasileño entre 2002 y 2014, siendo en la actualidad aproximadamente la mitad del de deuda pública (Gráfico 24).

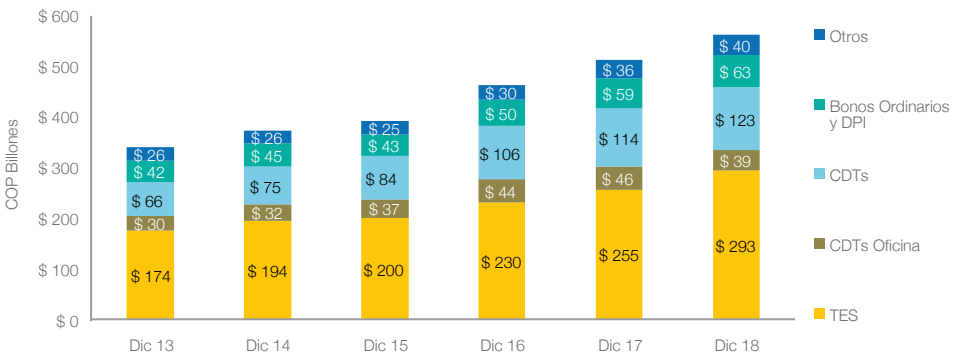
Gráfico 24. Deuda Corporativa Interna



Fuente: BID y Bloomberg. Para Colombia, datos extraídos de la BVC desde diciembre de 2013.

En particular, el avance de este mercado para el caso colombiano ha sido acotado. A diferencia del mercado de deuda pública, el de deuda privada local es el que menor grado de evolución ha alcanzado en términos de tamaño, liquidez y acceso a nuevos participantes (Valderrama, González & Miguélez, 2015). Además, no solamente su tamaño es inferior al de deuda pública, sino que está conformado principalmente por Certificados de Depósito a Término (CDT) los cuales, dada las limitaciones en la oferta de otras alternativas, han desplazado los demás tipos de deuda privada pese a que, en teoría, son un instrumento financiero propio del mercado intermediado más que del mercado de capitales (Gráfico 25).

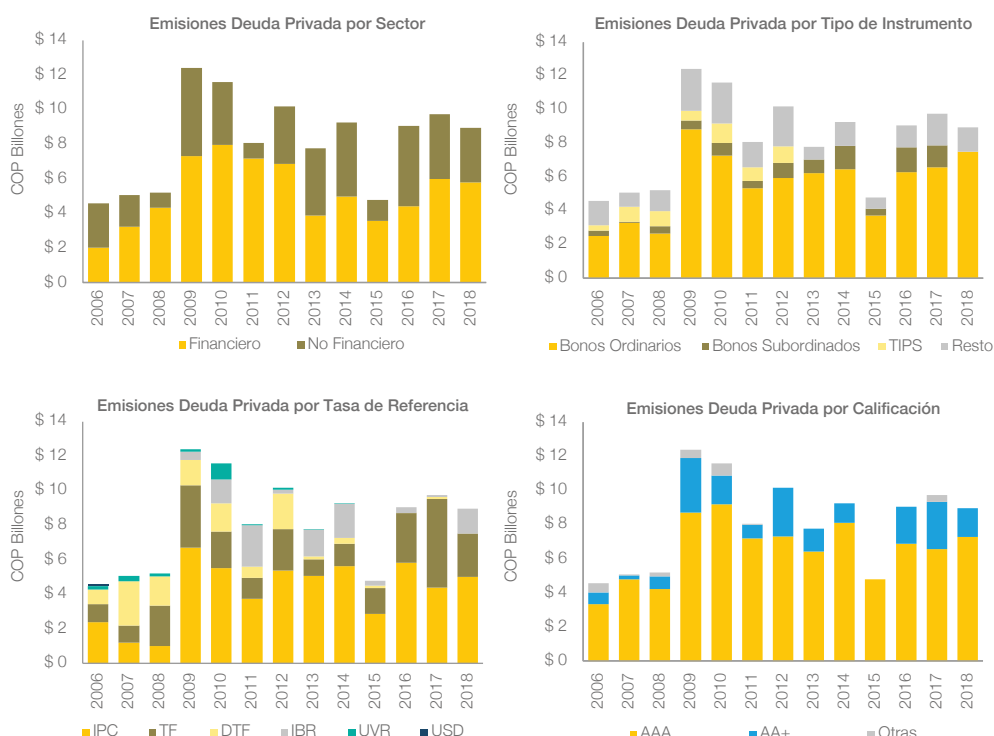
Gráfico 25. Tamaño Mercado Renta Fija



Fuente: Deceval.

Además, si se analizan exclusivamente las ofertas públicas de deuda privada (dejando de lado, por ejemplo, los CDT's) se observa que, similar a lo observado para la deuda privada de la región, las colocaciones corresponden principalmente al sector financiero, la mayor parte son bonos ordinarios, la calificación predominante es la AAA (resultado de una acotada base de inversionistas) y por lo general son títulos a tasa fija o indexados a la inflación (Gráfico 26). Lo anterior evidencia que existe un gran espacio para implementar medidas que incentiven el avance de este mercado en términos de tamaño y profundidad. Específicamente, este mecanismo de financiación pareciera no ser accesible para la mayor parte de empresas del país lo que produce una acotada oferta de instrumentos con poca heterogeneidad.

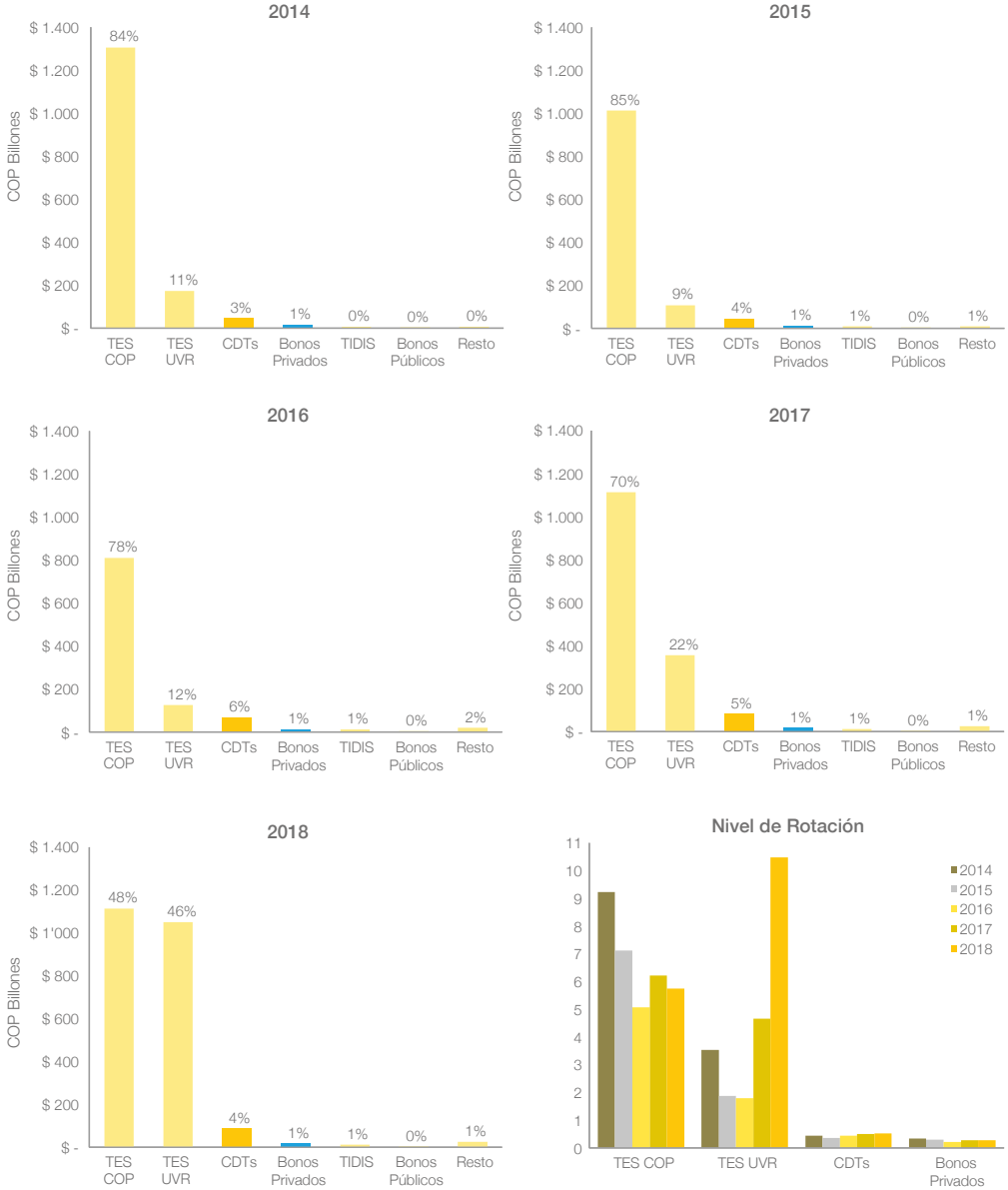
Gráfico 26. Caracterización ofertas públicas de deuda privada en Colombia



Fuente: BVC. Cifras en billones de pesos.

En línea con lo anterior, como se observa en el Gráfico 27 la dinámica de este mercado también está muy por debajo de lo observado para la deuda pública y se concentra en CDT. La negociación como porcentaje del total negociado en el mercado de instrumentos de renta fija, no ha mostrado avances significativos en los últimos años y su rotación es muy baja.

Gráfico 27. Negociaciones en el mercado de deuda privada en Colombia



Fuente: BVC. Cifras en billones de pesos.

Desde el punto de vista de los responsables de política económica, el desarrollo de este tipo de instrumentos es importante en la medida que complementan las posibilidades de financiamiento e inversión para toda la economía. En el caso colombiano y en la región en general, los mercados de renta fija han resultado ser una fuente atractiva de recursos para el Gobierno y en menor medida para el sector financiero. No obstante, es evidente la necesidad de mayores avances en la promoción de los beneficios de este mercado para el resto de la economía. La literatura ha destacado la importancia del mercado de capitales como complemento del mercado intermediario, toda vez que este pareciera ser más propicio para generar fuentes de fondeo de largo plazo, y con ello, tal y como se ha señalado anteriormente, mayor inversión y desarrollo. Asimismo, una mayor heterogeneidad de instrumentos financieros es fundamental para facilitar la transferencia y diversificación del riesgo entre los distintos agentes del mercado.

5. Mercado Monetario

El mercado monetario es fundamental para el buen funcionamiento del mercado de capitales ya que en este se transa la liquidez de corto plazo y es el canal principal de transmisión de la política monetaria. Adicionalmente, el mercado monetario desempeña varias funciones: (i) permitir a los participantes del mercado que puedan financiar operaciones reduciendo las discrepancias de precios; (ii) apoyar el buen funcionamiento del mercado de derivados; y (iii) contribuir con la resiliencia del mercado de capitales al mejorar la habilidad de los inversionistas para liquidar operaciones.

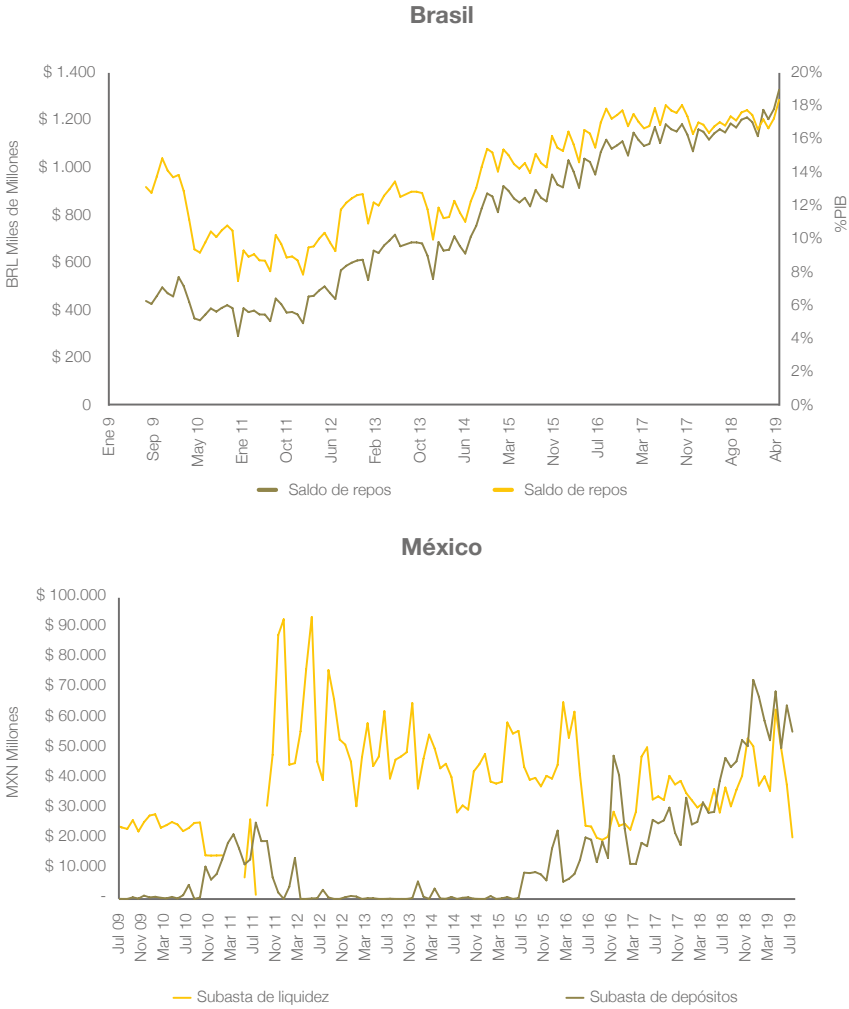
Uno de los principales componentes del mercado monetario consiste en las operaciones realizadas por los bancos centrales. A través de estas se determinan las condiciones básicas de liquidez del mercado por lo cual es fundamental analizar su evolución, así como los principios que las rigen. Desde hace varias décadas los principales bancos centrales de la región adoptaron el esquema de inflación objetivo, en línea con el manejo de la política monetaria por parte de los principales bancos centrales del mundo. El funcionamiento del mercado monetario y los instrumentos que usan los bancos centrales de la región son diversos e incluso cambiantes como ocurrió en Argentina a partir del 2018.

En términos generales, en estos países los bancos centrales comunican al mercado un rango de inflación objetivo y fijan frecuentemente una tasa de interés de referencia que sea consistente con el compromiso inflacionario adquirido. Esta tasa de interés corresponde a la tasa a la que el banco central espera se ejecuten las operaciones interbancarias. De esta manera, si el banco central reduce su tasa de referencia, el costo del fondeo interbancario (tasa interbancaria) también disminuye y eventualmente lo harán también las demás tasas de mercado. Para lograrlo, los bancos centrales proveen o retiran liquidez de la economía mediante Operaciones de Mercado Abierto (OMAs)²⁴ donde los compromisos de recompra (repos)²⁵ son los instrumentos más comunes e importantes en la región (Gráfico 28). Cabe resaltar que durante los últimos años los bancos centrales de la región han logrado que las tasas del mercado monetario interbancario sean muy cercanas a las tasas de política monetaria.

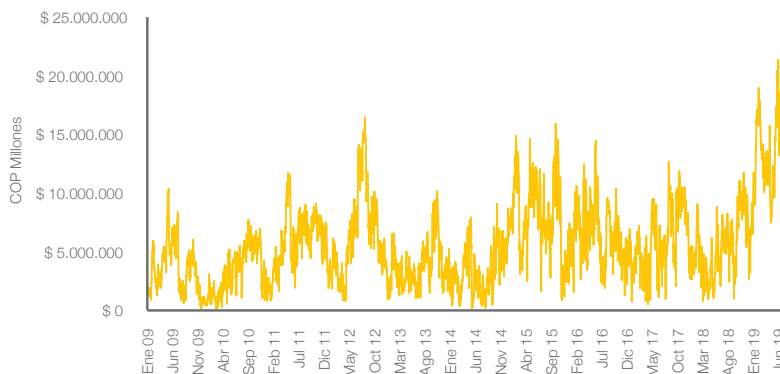
²⁴ Las OMA son instrumentos de los bancos centrales para aumentar o disminuir la cantidad de dinero en la economía. Corresponden a la compra o venta de títulos o papeles financieros en el mercado con el propósito de inyectar o contraer el dinero del mercado.

²⁵ Un repo es una operación de recompra en la que una entidad financiera vende a un inversor un activo con el compromiso de comprarlo en una fecha determinada a un precio determinado.

Gráfica 28. Saldos de operaciones repos en Latinoamérica



Colombia



Fuente: Bloomberg y bancos centrales.

El caso argentino es significativamente diferente del resto de los países de la región. Hasta septiembre del 2018 el Banco Central de la República de Argentina (BCRA) tenía como esquema de política monetaria la inflación objetivo. Sin embargo, varios eventos llevaron al BCRA a incrementar su tasa de política monetaria desde el 28,75% con que empezó el 2018 hasta 65% el 28 de septiembre, una de las tasas de política monetaria más altas a nivel global. A partir del 1 de octubre, el BCRA decidió abandonar el esquema de inflación objetivo por uno en el que se comprometió a no aumentar el nivel de la base monetaria. Para lograrlo, diariamente el Banco ejecuta operaciones diarias de Letras de Liquidez (LELIQ) con los bancos, de manera que, al establecerse la cantidad de dinero de forma exógena, la tasa de interés de las LELIQ no es determinada por el BCRA sino por la oferta y la demanda de liquidez necesaria para cumplir con el compromiso de crecimiento nulo de la base monetaria.

Aunque las operaciones del banco central tienden a ser las predominantes en los mercados monetarios de los países de la región, los agentes han desarrollado diversos instrumentos y operaciones adicionales que contribuyen al funcionamiento adecuado de la liquidez. En Chile, el regulador define ocho tipos de exposiciones interbancarias distintas: préstamos interbancarios, cuentas corrientes, repos, derivados, depósitos a plazo, bonos bancarios, préstamos interbancarios con colateral y operaciones con liquidez en curso. De acuerdo con Carreño y Cifuentes (2016), el financiamiento interbancario es la segunda fuente de financiamiento mayorista de los bancos, después de los fondos mutuos, pero por delante de los fondos de pensiones. Frente a los instrumentos utilizados, los préstamos interbancarios (el instrumento tradicional para manejar las necesidades diarias de liquidez) representan en promedio solamente el 3% de las exposiciones interbancarias, mientras que los instrumentos de mayor plazo como los depósitos a plazo y derivados representan en conjunto 79,3% de las exposiciones interbancarias.

En México, los mercados monetarios están bien regulados y funcionan de manera eficiente con pocas transacciones interbancarias no colateralizadas y con restricciones sobre el apalancamiento de los intermediarios financieros. La mayoría de las transacciones son overnight y las operaciones no colateralizadas representan solo el 4% del total de las operaciones del mercado monetario.

Respecto a la política monetaria, el Banco de México inyecta o retira diariamente la liquidez faltante o sobrante del sistema a través de subastas. Las subastas de inyección de liquidez se denominan subastas de liquidez a plazo, mientras que las subastas de retiro de liquidez en circulación se llaman subastas de depósitos a plazo. Adicionalmente, las tasas a las que se remuneran excedentes en las cuentas corrientes o se cobran los sobregiros son de cero y dos veces la Tasa de Política Monetaria (TPM), respectivamente.

En Perú, el mercado monetario es relativamente pequeño y se encuentra dominado por transacciones interbancarias no colateralizadas. Por su parte, el mercado de repos se encuentra en una etapa temprana y depende en su mayoría de los certificados de depósito emitidos por el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) como colateral. Pese a las iniciativas del BCRP desde 2015, este mercado aún es poco profundo y como actividad, esporádico, en parte como consecuencia de altos costos de transacción y liquidación de operaciones (Fondo Monetario Internacional, 2018).

Finalmente, en el caso de Brasil, los FX swaps, así como los préstamos interbancarios no colateralizados y las operaciones de repos SELIC²⁶, hacen parte de las operaciones del mercado monetario distintas a las realizadas con el Banco Central. Sin embargo, estas operaciones representaban, en noviembre de 2017, tan solo el 1% de las operaciones del mercado monetario.

En Colombia, la reglamentación considera operaciones del mercado monetario a las operaciones repo, operaciones de simultáneas y las operaciones interbancarias, entre otras. Las operaciones repo interbancarias están respaldadas por títulos de deuda pública, así como por títulos de deuda privada. A diciembre de 2018 las operaciones respaldadas por deuda pública representaron cerca del 100% del volumen total negociado en los mercados que administra la Bolsa de Valores de Colombia. En cuanto al mercado de simultáneas se usan el mismo tipo de colaterales y de igual forma predominan las operaciones con instrumentos de deuda pública. El monto promedio diario de este mercado se ubica alrededor de los COP \$4.000 mil millones durante el último año. Por último, el mercado interbancario no colateralizado es reducido en comparación con las operaciones repo y simultáneas y su monto promedio diario se ubica alrededor de los COP \$600 miles de millones durante el último año.

En términos generales el mercado monetario colombiano es lo suficientemente amplio y profundo para conducir operaciones de política monetaria, sin embargo, existen oportunidades de mejora con respecto a: (i) la falta de diversidad de los instrumentos; (ii) las asimetrías entre participantes del mercado ante las preocupaciones por riesgo de contraparte, lo que se traduce en que entidades deficitarias y superavitarias de liquidez no se encuentren en el mercado monetario (cuando existen cupos de crédito

²⁶ En este mercado adicionalmente al Banco Central de Brasil participan los fondos de pensiones, fondos mutuos, compañías de seguros, e inversionistas individuales e institucionales, entre otros.

entre entidades, a pesar de que las operaciones tengan colateral, estas no pueden ser ejecutadas por lo que los participantes deben acudir al Banco Central recibiendo o entregando liquidez a tasas de +/- 100 pb. respectivamente); (iii) la existencia del Gravamen a los Movimientos Financieros (4x1000); (iv) la poca profundidad del mercado monetario no colateralizado, lo cual puede crear fricciones en el funcionamiento del mercado; y (v) promover la existencia de repos entre bancos de tamaños distintos.

En general, durante los últimos años los bancos centrales de la región han sido eficaces a la hora de lograr que la tasa de interés interbancaria se acerque a la tasa de política monetaria mediante el uso principalmente de operaciones repo. Estas últimas han sido las operaciones predominantes en el mercado monetario de los países de la región lo que evidencia la necesidad de incrementar la variedad de instrumentos, ampliar la base de participantes, así como mejorar la estructura del mercado interbancario de tal forma que se generen eficiencias, reduciendo los costos a los demandantes y oferentes de recursos.

El desarrollo de un mercado más dinámico de repos de deuda privada, por ejemplo, puede contribuir a generar una fuente adicional de recursos de corto plazo, pero al mismo tiempo incentivar la liquidez del subyacente. Adicionalmente, la mayor profundidad de este mercado permitiría que ante contingencias de liquidez no sea necesaria la venta de activos de forma masiva lo cual podría generar un deterioro en los precios a nivel general. Lo anterior contribuye a la resiliencia de las entidades a choque externos y en esta medida a fortalecer la estabilidad financiera.

6. Conclusiones

Teniendo en cuenta que el mercado de capitales es un activo fundamental en la medida que genera diversos beneficios y eficiencias para una economía, en este capítulo se reseñó la evolución del mercado de capitales colombiano y se comparó frente al de algunos de sus pares de la región. Adicionalmente, se analizaron las principales características del mercado y se identificaron algunos puntos en los cuales los agentes participantes, la infraestructura del mercado, así como los hacedores de política deberían de manera conjunta, focalizar sus esfuerzos para generar una mayor profundización y desarrollo que impulse la dinámica del mercado.

En este análisis se encontró que el mercado accionario colombiano presenta un rezago frente a sus pares de la región y frente a algunos países emergentes. Sin embargo, cuenta con un espacio importante de mejora que puede ser aprovechado tanto por demandantes como por oferentes de recursos. Es necesario promover la creación de iniciativas que permitan a más empresas obtener financiamiento a través de la emisión de acciones. Además, es conveniente apoyar la mayor oferta de recursos, generando incentivos que permitan que capitales, tanto locales como externos, impulsen el dinamismo de este mercado y extiendan sus beneficios a un mayor número de firmas.

En cuanto al mercado cambiario los montos transados en promedio, tanto de contado como de derivados, han crecido durante los últimos años en las principales economías

de la región. A pesar de estos avances, aún existen grandes desafíos con relación al entorno regulatorio, a los costos relativos de las operaciones y al acceso de inversionistas internacionales que permitan su desarrollo y profundización. Se necesita un mercado cambiario que sirva como la columna vertebral del comercio internacional y la inversión global en Latinoamérica. En Colombia, es necesario evaluar temas como la conveniencia de continuar implementando buenas prácticas que robustezcan el profesionalismo del mercado, aspectos fundamentales para permitir una mayor internacionalización del mercado.

Por su parte, el mercado de deuda es la principal fuente de financiamiento de las economías de Latinoamérica. El desarrollo de los mercados de deuda interna ha estado acompañado por un proceso de integración económica internacional. Lo anterior, permitió la entrada de flujos de inversión de portafolio que ampliaron la base de inversionistas y reforzaron su desarrollo. Sin embargo, la deuda corporativa, ha presentado una dinámica moderada con respecto a la de deuda pública. En particular, en Colombia su avance ha estado por debajo de lo esperado. La deuda privada local presenta un bajo grado de evolución en términos de tamaño, liquidez y acceso a nuevos participantes. Además, la heterogeneidad de estos instrumentos financieros es mínima limitando la transferencia y diversificación del riesgo. Por lo anterior, es necesario desarrollar instrumentos adicionales a la deuda pública para que complementen las posibilidades de financiamiento e inversión para toda la economía. Es necesario incentivar la promoción de los beneficios de este mercado para así generar fuentes de fondeo de largo plazo que incentiven la mayor inversión y desarrollo.

Finalmente, al analizar el mercado monetario se observa que durante los últimos años los bancos centrales de la región han sido eficaces a la hora de lograr que la tasa de interés interbancaria se acerque a la tasa de política monetaria. Al mismo tiempo, se observa que sus operaciones repo han sido las predominantes en el mercado, lo que evidencia la necesidad de incrementar la variedad de instrumentos, ampliar la base de participantes, así como robustecer la estructura del mercado interbancario.

Referencias

- Banco Central de Brasil. (Julio de 2019). *Objectives and Background*. Recuperado de: <https://www.bcb.gov.br/en/legacy?url=https:%2F%2Fwww.bcb.gov.br%2Fingles%2Fcopom%2Fa-hist.asp>
- Banco Central de Brasil. (Julio de 2019). *Mercado Aberto*. Recuperado de: <https://www.bcb.gov.br/Pre/bcUniversidade/Palestras/BC%20e%20Universidade%2011-11-2005.pdf>
- Banco Central de Chile. (Julio de 2019). *Operaciones de mercado abierto. Reseña*. Recuperado de: <https://www.bcentral.cl/en/web/guest/resena>
- Banco Central de la República de Argentina. (Julio de 2019). *Nuevo esquema de política monetaria*. Recuperado de: http://www.bcra.gov.ar/PoliticaMonetaria/Politica_Monetaria.asp
- Banco de la República de Colombia (2018a). *Resolución Externa No.1 de 2018*. Recuperado de: <http://www.banrep.gov.co/es/resolucion-externa-no1-2018-cual-se-compendia-y-modifica-el-regimen-cambios-internacionales>
- Banco de la República de Colombia (2018b). *Circular Reglamentaria Externa DODM-144*. Recuperado de: <http://www.banrep.gov.co/es/normatividad-cambiaria>
- Banco de la República. (Julio de 2019). *Tasas de interés y sector financiero*. Recuperado de: <http://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/tasas-de-interes-y-sector-financiero>
- Banco de México. (Julio de 2019). *Instrumentación de la Política Monetaria a través de un Objetivo Operacional de Tasa de Interés*. Recuperado de: <http://www.banxico.org.mx/politica-monetaria/d/%7B4B1B17B2-0985-71E5-0E0F-162840DCC9B6%7D.pdf>
- Banco de México. (Julio de 2019). *Operaciones de Mercado Abierto en el Banco de México*. Recuperado de: <http://www.banxico.org.mx/politica-monetaria/d/%7BFE14C513-3019-978E-55A7-3112824E905E%7D.pdf>
- Bolsa de Valores de Colombia. (2019). *BVC*. Recuperado de: <https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc>
- Cardozo, N., Rassa-Robayo, J. S., & Rojas-Moreno, J. S. (2014). *Caracterización del mercado de derivados cambiarios en Colombia*. Borradores de Economía; No.860.
- Committee on the Global Financial System. (2019). *Establishing viable capital markets*. Bank for International Settlements.

- Córdoba, J. P., & Molina Ungar, E. (2017). *Elementos Para Alcanzar El Mercado De Capitales Que Colombia Necesita: Hoja De Ruta Y Desafíos Estructurales* (Reaching the Capital Markets Colombia Needs: Roadmap and Structural Challenges). Documento CEDE, (2017-70).
- Fondo Monetario Internacional. (2018). *Brazil Financial Sector Assessment Program: Technical Note on Systemic Liquidity Management*. Washington.
- Fondo Monetario Internacional. (2018). *Peru Financial Sector Stability Assessment*. Washington.
- Martínez, D. A., Moreno-Gutiérrez, J. F., & Rojas-Moreno, J. S. (2015). *Evolución de la relación entre bonos locales y externos del gobierno colombiano frente a choques de riesgo*. Borradores de Economía; No. 919.
- Mercado Integrado Latinoamericano. (2019). *MILA*. Recuperado de: <http://mercadomila.com/quienes-somos/resena-historica/>
- Valderrama, Á., González, C., & Miguélez, J. (2015). *Mercado de Deuda Privada en Colombia. Evolución y Diagnóstico*. BVC Investigaciones Económicas. Recuperado de: https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/IE/Estudio_Diagnostico?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=-698351ae_14f2bddddcc4_3a6f0a0a600b&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps.pagesvc.targetPage=1f9a1c33_132040fa022_-78750a0a600b&com.tibco.ps.pagesvc.mode=resource&rp.redirectPage=1f9a1c33_132040fa022_-787e0a0a600b
- Villena, J. M., & Salinas, J. M. (2014). *Mercado cambiario chileno, una comparación internacional: 1998 a 2013 (No. 106)*. Central Bank of Chile.
- World Federation of Exchanges. (2019). *WFE*. Recuperado de <https://www.world-exchanges.org/our-work/statistics>

CAPÍTULO III

Transición hacia nuevas tasas de referencia en el mercado monetario

Autores: Liz Marcela Bejarano Castillo, Erika Díaz
Tinoco y Julián Mesa Caballero

1. Introducción

El mercado de capitales es una estructura del sistema financiero donde se encuentran demandantes (personas naturales, empresas y Gobierno) y oferentes (inversionistas) con el objetivo de canalizar el ahorro hacia la inversión en los distintos sectores de la economía, por medio de la compra y venta de títulos valores. Uno de los componentes más importantes de esta estructura es el mercado monetario, en el cual se negocian los excesos de liquidez del sistema financiero.

A lo largo de este capítulo se ahondará en la definición del mercado monetario, haciendo énfasis en sus componentes y los mecanismos a través de los cuales opera. Así mismo, se analizarán los beneficios a los que conduce el adecuado funcionamiento de este mercado y su importancia dentro del mercado de capitales.

Posteriormente, reconociendo la importancia que tienen las tasas de referencia en el mercado monetario se hace una descripción de las existentes en varias jurisdicciones y se exponen los principios que estas tasas deben cumplir a partir de los estándares internacionales de IOSCO. También se profundizará en el caso de la tasa de referencia del mercado monetario británico, London Inter Bank Offered Rate comúnmente conocida como LIBOR; su origen, evolución y el escándalo relacionado con su manipulación. Para el mercado colombiano, se presenta el Indicador Bancario de Referencia (IBR), el cual se perfila como la tasa de referencia más representativa del mercado local. Finalmente se presentarán los retos y conclusiones que implica el desarrollo de estos indicadores en el mercado monetario.

2. El mercado monetario

El mercado monetario es uno de los principales componentes del sistema financiero en el cual el Gobierno, los intermediarios financieros y las entidades públicas y privadas negocian activos financieros para regular sus excesos o déficits de liquidez en el corto plazo (inferior a un año). Adicionalmente, es el mercado a través del cual el Banco Central regula y administra la política monetaria.

Las funciones principales del mercado monetario son: (i) facilitar la financiación en el corto plazo; (ii) ser un medio para la implementación de la política monetaria; y (iii) contribuir a la adecuada formación de precios o tasas de interés de la curva de corto plazo.

Un mercado monetario profundo es determinante para la estructura de las tasas de interés o de la curva de rendimientos en el corto plazo, además, es una de las herramientas que facilita la adecuada gestión del riesgo de liquidez y de mercado. Es necesario también resaltar la importancia de este mercado como el primer canal de transmisión de la política monetaria del Banco Central, además de ser uno de los mecanismos por medio de los cuales se regula y administra la liquidez de la economía.

Diferentes instrumentos financieros son negociados en el mercado monetario, entre los cuales se encuentran los títulos de deuda pública a corto plazo, los certificados de depósito y los préstamos interbancarios, entre otros. Todos estos con un componente transversal, el plazo máximo a un año.

Los principales instrumentos negociados en el mercado monetario son:

- **Títulos de Deuda Pública de Corto Plazo:** son títulos emitidos por el Gobierno y de plazo superior a 30 días e igual o inferior a un año, conocidos en Colombia como TES de Corto Plazo (TCO) y en Estados Unidos como Treasury Bills (T-Bills). Los TCO se emiten al descuento (títulos cero cupón), es decir, su valor principal se amortiza al final del plazo. Según cifras del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP)¹, para mayo de 2019 el 5% de Deuda Pública Interna emitida por el Gobierno Nacional correspondía a títulos TCO, es decir, COP \$14,9 billones se encontraban emitidos en títulos de corto plazo de la nación.
- **Títulos de Deuda Privada:** dentro de esta categoría se encuentran principalmente los Certificados de Depósito a Término (CDT), los cuales son títulos valores emitidos por entidades financieras (bancos, corporaciones financieras, compañías de financiamiento comercial y cooperativas financieras) que reciben capital por parte de un cliente y se pacta la devolución de este a una tasa de interés fija o variable en un periodo de tiempo determinado. De otro lado, las empresas del sector real (empresas comerciales, industriales y de servicios) pueden emitir títulos valores de deuda en un plazo superior a 15 días e inferior a un año, estos títulos valores se denominan Papeles Comerciales y su emisión debe ser superior a los 2.000 Salarios Mínimos Mensuales Legales Vigentes (SMMLV). En el mercado de renta fija colombiano el 7,5% del volumen negociado corresponde a operaciones de títulos de deuda privada, específicamente CDTs cuyo saldo asciende a COP \$168,4 billones al corte febrero de 2019, de los cuales el 36% se encuentra emitido en títulos con vencimiento menor a un año.
- **Préstamos Interbancarios:** son operaciones por medio de las cuales las entidades financieras ofrecen o captan liquidez entre sí, sin la necesidad de colocar garantías de por medio. Se negocian en un plazo comprendido entre un (1) día y hasta máximo treinta (30) días calendario.
- **Préstamos de Títulos (Operaciones Repo y Simultáneas):** en general, en una operación repo o simultánea dos agentes realizan un intercambio de dinero y de un título valor que funciona como garantía de la operación, con el propósito de mitigar el riesgo en el que se incurre por la transacción, y se comprometen a realizar la devolución de los recursos y el título valor en una fecha futura a una tasa de interés determinada. La diferencia entre estos dos instrumentos de negociación es que en el repo el título valor es inmovilizado y, por el contrario, en la simultánea el título valor entregado en garantía no tiene restricciones de movilidad, es decir, la contraparte que lo recibe puede hacer uso del mismo. Aunque estas operaciones pueden ser negociadas hasta por un año, en general, son pactadas a uno (1),

¹ Ministerio de Hacienda y Crédito Público - MHCP. (2019). *Emisiones Vigentes TES Clase B*. Recuperado de: http://www.minhacienda.gov.co/HomeMinhacienda/ShowProperty?model=%2FOCS%2FFP_MHCP_WCC-147145%2F%2FIdcPrimaryFile&revision=latestreleased

siete (7) o quince (15) días. Según el reporte “Actualidad del Sistema Financiero” publicado por la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) con información al corte febrero de 2019, el Banco de la República (BR) realizó operaciones Repo con el sistema financiero por un valor de COP \$15,6 billones diarios en promedio, y durante este mes (febrero de 2019) se realizaron simultáneas en el mercado monetario colombiano por un valor COP \$6,6 billones diarios en promedio.

Los agentes que participan en el mercado monetario realizan inversiones, o consiguen fondeo de corto plazo, con los instrumentos anteriormente mencionados con un riesgo menor, dado el horizonte de tiempo, y unos costos relativamente bajos.

Es necesario entonces reconocer la importancia del mercado monetario como base del mercado de capitales y del sistema financiero. Las buenas condiciones de liquidez y profundidad de este mercado contribuyen a un desarrollo adecuado de precios y tasas, al correcto flujo de recursos entre agentes deficitarios y superavitarios, y a la adecuada transmisión de la política monetaria.

En un mundo globalizado, el manejo de los flujos de liquidez cobra demasiada importancia en el desarrollo de los mercados financieros. En este sentido, para los agentes del mercado la correcta formación y cálculo de las tasas de interés de referencia desarrolladas en el mercado monetario resultan cruciales a la hora de tomar decisiones económicas y financieras.

Actualmente, los agentes que participan en este mercado buscan indicadores que reflejen de la mejor manera las verdaderas condiciones de liquidez, tanto del lado de la demanda como de la oferta de recursos, y generen estabilidad y confianza en el sistema financiero.

3. Tasas de interés de referencia

Las tasas de interés de referencia son indicadores que buscan reflejar el costo del dinero en un periodo de tiempo. Son las tasas que reflejan el costo al cual los agentes que participan en el mercado monetario con excesos de liquidez están dispuestos a prestar sus recursos, y los agentes con déficits de liquidez están dispuestos a pagar por esos recursos. Se puede decir que las tasas de referencia reflejan el grado de liquidez en el mercado monetario y las expectativas que tienen los agentes sobre los movimientos de las tasas de los bancos centrales.

Las tasas de referencia son la base de gran variedad de instrumentos financieros, entre ellos se encuentran los contratos de futuros, contratos forward, swaps, bonos, créditos hipotecarios y contratos sobre divisas.

A pesar de las limitaciones que los índices de referencia puedan tener, un adecuado manejo e implementación de estos permitirá el desarrollo y profundización tanto del mercado de capitales como del financiero.

La International Organization of Securities Commissions (IOSCO, por sus siglas en inglés) establece los estándares de regulación, supervisión y cumplimiento para los mercados de valores. En la actualidad, esta organización reúne el 95% del mercado de valores mundial (alrededor de 115 jurisdicciones) y el 75% de sus miembros pertenecen a mercados emergentes.

IOSCO ha diseñado una guía de principios sobre los cuales se deben basar los Índices de Referencia Financieros. En 2012, luego de que fueran dadas a conocer una serie de investigaciones acerca de la posible manipulación de la LIBOR, una de las tasas de referencia más conocidas a nivel mundial, IOSCO creó una mesa de trabajo con el fin de establecer una serie de lineamientos para estos indicadores relacionados con la transparencia, la metodología, el gobierno, la supervisión y los demás elementos a considerar para fortalecer la calidad de estas tasas. Es así, como en 2013 se publica el documento “Principios para Índices de Referencia Financieros”².

En principio, se observó que las tasas de referencia podían verse expuestas a riesgos por conflictos de interés, lo que generó preocupación acerca de su debilidad y la posible afectación de la confianza en los mercados de valores. El objetivo de IOSCO fue entonces establecer un marco de principios para las tasas o índices de referencia usados en los mercados financieros. Según este informe, las tasas de referencia pueden verse expuestas a riesgos por los siguientes factores: (i) si no existen los controles y políticas adecuados durante el proceso de desarrollo, recolección, transmisión y presentación de los datos; (ii) la falta de información que permita evaluar la credibilidad del indicador en cuanto al contenido y la transparencia de la metodología; y (iii) el proceso de gobierno en relación con los posibles conflictos de interés que pueden existir entre el administrador de la tasa de referencia, que calcula y suministra la información y los terceros que tengan interés en influenciar el dato final.

Por lo anterior, el grupo de trabajo de IOSCO estableció los siguientes principios respecto a la construcción de las tasas de interés de referencia, con el objetivo de incrementar su credibilidad y confianza:

- Principios en relación al Gobierno:

- (i) Responsabilidad global del administrador: el administrador deberá tener responsabilidad sobre los aspectos del proceso de formación del índice o tasa.
- (ii) Supervisión a terceros que sean subcontratados por parte del administrador: el administrador deberá contar con acuerdos donde se defina claramente el rol de los terceros y pueda realizar una adecuada supervisión.
- (iii) Gestión de conflictos de interés: se debe contar con políticas y procedimientos sobre gestión y mitigación de conflictos de interés documentados e implementados.

² IOSCO. (2013). *Principles for Financial Benchmarks*. Recuperado de <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD415.pdf>

- (iv) Marco de control para los administradores: los administradores deberán contar con un adecuado marco de control en los procesos de formación y distribución de la tasa o índice. Se deben contemplar los conflictos de interés y procedimientos efectivos de denuncia de malas conductas. En caso de tener proveedores externos de información, estos deberán cumplir con el código de conducta y ser entidades reconocidas en el mercado.
- (v) Supervisión interna: establecer una función de revisión o supervisión independiente.

- Principios sobre la calidad de la tasa de referencia:

- (i) Diseño: el índice o tasa debe ser confiable y reflejar la realidad económica.
- (ii) Suficiencia de datos: los datos deben ser suficientes y capaces para representar de forma confiable el indicador, además, deben basarse en precios, tasas, índices o valores que se han formado como resultado de la oferta y demanda, y de preferencia estar explicado por transacciones observables.
- (iii) Jerarquía de datos: se debe establecer un orden de jerarquía sobre los datos que se reciben según el juicio de expertos.
- (iv) Transparencia en la determinación de la tasa de referencia: en la medida de lo posible el administrador debe dar a conocer, sin retrasar la fecha u horarios de publicación del indicador, una explicación concisa sobre cómo se determina el índice, incluyendo como mínimo tamaño y liquidez del mercado, volumen, rango, precio promedio, términos de la metodología y el juicio de expertos que fue usado para establecer y definir el índice.
- (iv) Revisión periódica: se deberán realizar revisiones periódicas y definir si se requiere un cambio de la metodología.

- Principios sobre la calidad de la metodología:

- (i) Contenido de la metodología: la metodología para el cálculo de la tasa de referencia debe ser documentada y publicada de tal modo que pueda ser entendida.
- (ii) Cambios en la metodología: se deben publicar los cambios realizados en la metodología oportunamente con el detalle de cuáles son las modificaciones y cómo se van a implementar.
- (iii) Transición-transformación: en caso que la tasa de referencia deje de ser representativa o deje de cumplir con su objetivo, debido a cambios en la estructura del mercado u otras condiciones, las políticas deben determinar la necesidad de terminación del índice y, de ser requerido, la transición a un nuevo indicador. Igualmente, se deberán evaluar los impactos y tener en cuenta las opiniones de las partes interesadas y de expertos.

- (iv) Código de Conducta de los aportantes de la información: los agentes que suministren información para la formación de la tasa de referencia deberán adherirse a un Código de Conducta definido por el Administrador.
 - (v) Controles internos sobre la recolección y transmisión de datos: el administrador debe velar por la protección, la integridad y la confidencialidad en el proceso de recolección de los datos o de información proveniente del mercado.
- Principios de rendición de cuentas:
 - (i) Procedimientos de reclamación: deben existir mecanismos por medio de los cuales se puedan presentar reclamos o sugerencias sobre la representatividad de la tasa, la metodología de cálculo y otros aspectos que los usuarios de la información consideren relevantes en relación con el índice.
 - (ii) Auditorías: el administrador deberá asignar un auditor independiente que cuente con la experiencia y capacidad para revisar el cumplimiento de los criterios establecidos en los procedimientos y en la metodología.
 - (iii) Seguimiento y revisión de auditorías: con el fin de salvaguardar la información necesaria para la realización de auditorías, el administrador deberá almacenar los registros de datos, procedimientos, metodologías e identidades por cinco (5) años.
 - (iv) Cooperación con autoridades regulatorias: las autoridades regulatorias podrán tener acceso a toda la información, documentos y auditorías que consideren necesarios para cumplir sus funciones de supervisión.

La adopción de los anteriores principios para la construcción de tasas de referencia contribuye al aumento de la confianza, la transparencia y la solidez del mercado monetario.

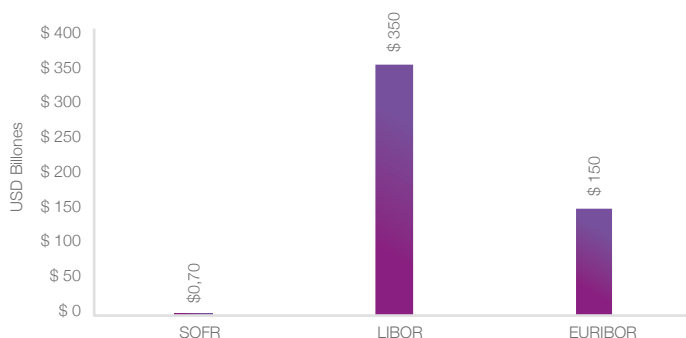
4. Tasas de referencia internacionales

Dentro de las principales tasas de corto plazo utilizadas en los mercados monetarios a nivel mundial, se encuentran: la London Inter Bank Offered Rate (LIBOR, por sus siglas en inglés) y la Euro Interbank Offered Rate (EURIBOR, por sus siglas en inglés). Adicionalmente, los distintos mercados han creado otros indicadores como la Euro OverNight Index Average (EONIA, por sus siglas en inglés), la Euro Short Term Rate (ESTER, por sus siglas en inglés), la Sterling Overnight Interbank Average Rate (SONIA, por sus siglas en inglés) y la Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIEE).

Sin embargo, en las últimas décadas las revelaciones sobre la manipulación en la formación de la LIBOR han puesto en evidencia los problemas de su esquema de formación, y le han restado protagonismo y confianza por parte del mercado.

Estos hechos llevaron a que los principales actores del mercado monetario reaccionaran creando la Secured Overnight Financing Rate (SOFR, por sus siglas en inglés) como una tasa alternativa para derivados en dólares estadounidenses y otros contratos financieros, así mismo, en Europa se ha desarrollado la ESTER.

Gráfico 1. Activos a nivel mundial indexados por tasa de referencia (2019)



Fuente: FED y Bloomberg. *Elaboración Asobancaria.*

4.1. London InterBank Offered Rate - LIBOR

Una de las tasas de referencia más conocidas y utilizadas a nivel mundial es la LIBOR, empleada desde el 1 de enero del año 1986, cuando el mercado interbancario de Londres aumentó el uso de instrumentos financieros derivados sobre tasas de interés. La LIBOR es la tasa de interés a la cual los bancos están dispuestos a prestarse recursos en el mercado monetario.

Anteriormente, esta tasa era administrada por la British Bankers Association (BBA, por sus siglas en inglés); sin embargo, a partir de febrero de 2014 la LIBOR comenzó a ser administrada por el Intercontinental Exchange (ICE, por sus siglas en inglés), institución creada por el Financial Conduct Authority (FCA, por sus siglas en inglés), debido a las investigaciones sobre la posible manipulación de la formación de esta tasa.

La tasa es calculada a partir de una encuesta diaria que se realiza entre 8 y 16 bancos que operan en más de 50 países y son seleccionados de acuerdo con su volumen de mercado, su prestigio y conocimiento, para cinco (5) divisas que son el dólar estadounidense (USD), la libra esterlina (GBP), el euro (EUR), el yen japonés (JPY) y el franco suizo (CHF). La tasa es calculada como el promedio de los tipos de interés que los bancos participantes del esquema prevén para conseguir un préstamo en el mercado monetario interbancario, en el cálculo se excluyen el 25% de los datos más altos y de los datos más bajos, y se publica diariamente para los plazos diario (overnight), semanal, mensual, bimensual, trimestral, semestral y anual.

En el siguiente cuadro se pueden observar los bancos que participan de la encuesta para cada una de las respectivas divisas:

Tabla 1. Panel bancos cotizantes LIBOR

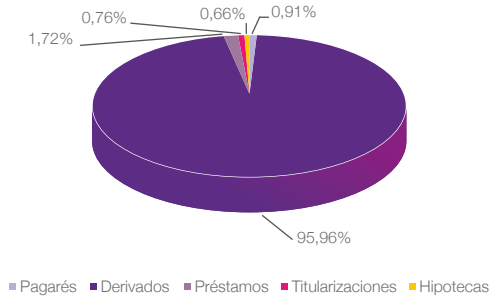
BANCO	Dólar (USD)	Libra Esterlina (GBP)	Euro (EUR)	Franco Suizo (CHF)	Yen (JPY)
Bank of America N.A. (London Branch)	X				
Barclays Bank plc	X	X	X	X	X
BNP Paribas SA (London Branch)		X			
Citibank N.A. (London Branch)	X	X	X	X	
Coöperatieve Rabobank U.A.	X	X	X		
Crédit Agricole Corporate & Investment Bank	X	X			
Credit Suisse AG (London Branch)	X		X	X	
Deutsche Bank AG (London Branch)	X	X	X	X	X
HSBC Bank plc	X	X	X	X	X
JP Morgan Chase Bank, N.A. (London Branch)	X	X	X	X	X
Lloyds Bank plc	X	X	X	X	X
Mizuho Bank, Ltd		X	X		X
MUFG Bank, Ltd.	X	X	X	X	X
National Westminster Bank plc	X	X	X	X	X
Royal Bank of Canada	X	X	X		
Santander UK Plc		X	X		
Société Générale (London Branch)		X	X	X	X
Sumitomo Mitsui Banking Corporation Europe Limited	X				X
The Norinchukin Bank	X				X
UBS AG	X	X	X	X	X

Fuente: ICE LIBOR. Elaboración Asobancaria.

En pocas palabras, los bancos responden a la siguiente pregunta: “¿a qué tasa creen que encontrarán los recursos ofrecidos en el mercado monetario entre bancos por un tamaño razonable en los diferentes plazos?” y es en este punto donde se encuentra una de las principales debilidades de la LIBOR, pues no se basa en transacciones interbancarias efectivamente realizadas, sino en la percepción que cada una de las entidades tiene frente al posible costo de dichos recursos.

Actualmente, los activos indexados a la LIBOR superan los USD \$350 billones distribuidos entre instrumentos derivados, préstamos, titularizaciones e hipotecas (Gráfico 2)³.

Gráfico 2. Distribución de los activos indexados a la LIBOR



Fuente: JP Morgan. Elaboración Asobancaria.

³ JP Morgan (2019) *Leaving LIBOR: A Landmark Transition*. Recuperado de: <https://www.jpmorgan.com/global/markets/libor-sofr>

En 2008 estalló la crisis financiera conocida como crisis *subprime* con la caída de Lehman Brothers, una de las entidades financieras más grandes del mundo, era de esperarse entonces, el aumento de la desconfianza, la disminución de la liquidez en el mercado monetario y la reducción de operaciones de préstamos interbancarios; sin embargo, a pesar de esta situación, los bancos del panel de la LIBOR debían continuar contestando la encuesta, y a pesar de la situación presentada en los mercados financieros, la cotización de la tasa no reflejaba cambios significativos. Aunque se realizaron algunos comentarios respecto a lo injustificable que era continuar con tasas de referencia de fondeo bajas, en ese momento no fue posible establecer la manipulación de la tasa.

Las entidades participantes tenían incentivos o conflictos de interés para no reflejar la tasa real a la cual iban a conseguir fondeo e intentar así obtener recursos a costos relativamente bajos, adicionalmente tenían posiciones en activos atados a la tasa LIBOR en sus balances.

Las sospechas divulgadas en el año 2011 llevaron a que los reguladores de Estados Unidos e Inglaterra comenzaran a realizar investigaciones formales sobre la manipulación y conspiración en la formación de la LIBOR. Es así como el 27 de junio de 2012 Barclays admite, con el fin de obtener una reducción en las multas y sanciones, las malas conductas respecto a la formación de la tasa de referencia. Posteriormente, en julio del mismo año Douglas Keenan publica en el Financial Times un artículo titulado “My thwarted attempt to tell of Libor shenanigans”⁴. Keenan, quien era operador de bonos y derivados en Morgan Stanley, confesó los incentivos que tenían los operadores para “olvidar” reportar la LIBOR desde el año 1991, este comportamiento era una práctica común y conocida entre los operadores. Las principales motivaciones por las cuales las entidades financieras realizaban esta práctica eran, en primer lugar, mostrar un aumento de las utilidades y, en segundo lugar, ocultar los problemas de liquidez a raíz de la crisis financiera, específicamente durante 2008.

Posteriormente, las siguientes entidades fueron requeridas por los reguladores de Estados Unidos y el Reino Unido para declarar sobre la posible manipulación de la LIBOR: Barclays, Citigroup, JPMorgan, HSBC, Royal Bank of Scotland, Deutsche Bank, Société Générale y UBS. Deutsche Bank aceptó que varios de sus trabajadores, incluidos miembros de la alta gerencia, participaron en la manipulación del indicador. Además, las investigaciones revelaron que los operadores de las diferentes entidades se comunicaban entre sí para acordar previamente las tasas a las cuales cotizarían con el objetivo de defraudar al sistema.

Las instituciones financieras que fueron halladas culpables de manipulación de la LIBOR recibieron en el año 2013 multas por parte de la Unión Europea por un valor total de EUR €1.712 millones: EUR €725 millones (la mayor sanción) para el Deutsche Bank, EUR €446 millones a Société Générale, EUR €391 millones a Royal Bank of Scotland, EUR €79 millones a JP Morgan, EUR €70 millones al Citigroup, y EUR €241.000 al bróker RP Martin. Barclays fue sancionado por GBP £290 millones por parte de los reguladores de Inglaterra y de Estados Unidos. UBS fue eximido por parte de la Unión Europea de pagar la multa por su colaboración con las autoridades aunque el regulador estadounidense le impuso una sanción por un valor de USD \$1.500 millones⁵.

⁴ Keenan, D. (2012). *My thwarted attempt to tell of Libor shenanigans*. Financial Times. Recuperado de: <https://www.informath.org/media/a72/b1.pdf>

⁵ González, A. (2014). *La Manipulación del Libor y el Euribor*. Universidad de la Laguna. Recuperado de: [https://riull.ull.es/xmlui/bitstream/handle/915/318/Manipulacion del Libor y Euribor.pdf](https://riull.ull.es/xmlui/bitstream/handle/915/318/Manipulacion%20del%20Libor%20y%20Euribor.pdf)

4.2. Sterling Overnight Interbank Average Rate - SONIA

La tasa SONIA fue establecida por primera vez en 1997 por la Wholesale Markets Broker's Association (WMBA, por sus siglas en inglés) de Gran Bretaña, siendo esta la primera tasa de financiación a un día en libras esterlinas. Gracias a esta tasa se fomentó el desarrollo del mercado de swaps sobre índices a un día (OIS por sus siglas en inglés), así como el mercado monetario de libra esterlina. En 2017, el Grupo de Trabajo de Tasas de Referencia para libra esterlina recomendó el uso de la tasa SONIA como la tasa de referencia preferencial.

Esta se basa en las transacciones efectivas del mercado monetario de préstamos recibidos y otorgados no garantizados a un día entre entidades bancarias en libras esterlinas. La SONIA se calcula a partir de la media ponderada por volumen, y se publica todos los días hábiles a las 9:00 a.m. El administrador de la SONIA es el Banco de Inglaterra que en julio de 2018 confirmó que esta tasa cumplía los principios establecidos por IOSCO para índices financieros.

4.3. Euro InterBank Offered Rate - EURIBOR

La EURIBOR entró en vigencia con el Euro en 1999 y sustituyó las tasas de referencia que se usaban en Francia (PIBOR), Alemania (FIBOR) y España (MIBOR). La EURIBOR es la principal tasa de referencia para el mercado monetario de la zona euro, es publicada diariamente e indica el tipo de interés promedio al que un gran número de bancos europeos estiman concederse préstamos a corto plazo.

Las cotizaciones son enviadas diariamente antes de las 10:45 horas (CET) por los bancos que conforman el panel y estos deben reportar el dato del tipo de interés al que se prestan recursos en el mercado interbancario, a través de la plataforma Trans-European Automated Real-Time Gross-Settlement Express Transfer System (TARGET, por sus siglas en inglés). Una vez recibidas las cotizaciones, el European Money Markets Institute (EMMI) calcula la media de todos los datos recolectados, eliminando el 15% más alto y más bajo, y el resultado se redondea a tres decimales. La EURIBOR es publicada a las 11:00 horas (CET) para los plazos semanal, dos semanas, tres semanas, mensual, trimestral, semestral y anual.

El panel de las entidades que realizan cotización para la formación de la EURIBOR está conformado por 18 firmas, las cuales se encuentran distribuidas en los siguientes países: (i) Alemania (Deutsche Bank, DZ Bank Deutsche); (ii) Bélgica (Belfius); (iii) España (BBVA, Banco Santander, CaixaBank, Cecabank); (iv) Francia (BNP Paribas, HSBC France, Société Générale, Natixis, Crédit Agricole); (v) Italia (Intesa Sanpaolo, Unicredit); (vi) Luxemburgo (Banque et Caisse d'Épargne de l'État); (vii) Países Bajos (Grupo ING); (viii) Portugal (Caixa Geral De Depósitos CGD); y (ix) otros miembros Unión Europea (Barclays). Estas instituciones se han adherido al código de conducta del marco de control creado para la formación de la EURIBOR y definido por el EMMI⁶.

⁶ European Money Market Institute – EMMI. (2019). *Euribor Rates*. Recuperado de: <https://www.emmi-benchmarks.eu/euribor-org/euribor-rates.html>

Para mayo de 2018 se calcularon activos indexados a la EURIBOR por valor de USD \$ 150 billones⁷.

4.4. Euro OverNight Index Average - EONIA

Desde su introducción en 1999, la EONIA ha sido una de las tasas de referencia más utilizada para el mercado monetario europeo. Este indicador representa las tasas a las cuales los bancos pertenecientes a la Unión Europea o la Asociación Europea de Libre Comercio (AELC), con una situación financiera solvente, se prestan recursos en los mercados monetarios interbancarios en euros a un plazo de un día (overnight). La tasa es el resultado de computar el promedio de las transacciones realizadas entre estas entidades que cotizan la EURIBOR de préstamos interbancarios no asegurados que tiene lugar durante el día⁸.

La EONIA se usa como una tasa de referencia para los diferentes instrumentos financieros, a la vez que es base de la curva de descuento para los flujos de liquidez del euro. Este indicador, al igual que la EURIBOR, se encuentra bajo la administración del EMMI, mientras que el Banco Central Europeo (BCE) actúa como su respectivo agente de cálculo.

Por un largo periodo de tiempo, la EONIA fue considerada como una tasa de referencia casi libre de riesgo, soportada por una metodología de panel. Sin embargo, con el ánimo de mejorar el gobierno del índice y alinearlo con los requerimientos sobre la Regulación de Tasas de Referencia de la Unión Europea, en 2016 el EMMI lanzó un proyecto de revisión de esta tasa. En este, se concluyó que dada la metodología que utiliza esta tasa ya no se encuentra en concordancia con la regulación de tasas de referencia de la Unión Europea, por lo cual se encuentra actualmente en un proceso de transición hacia su sucesora la ESTER y no podrá ser usada después del 1° de enero de 2020.

4.5. Euro Short Term Rate - ESTER

La ESTER es la tasa de referencia que diseñó el EMMI y el BCE para reemplazar la tasa EONIA a partir del 1° de enero de 2020, y comenzará a ser publicada para su uso a partir del 6 de octubre de 2019.

Esta nueva tasa, si bien cumplirá con las mismas funciones que su antecesora, dispone de una nueva metodología ajustada a las Regulaciones de Tasas de Referencia de la Unión Europea, constituyéndose así en la nueva tasa de referencia overnight oficial para el mercado monetario europeo.

⁷ Harris, Alex (2019). *Libor Refuses to Die, Setting Up \$370 Trillion Benchmark Battle*. Bloomberg. Recuperado de: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-05-06/libor-refuses-to-die-setting-up-battle-for-benchmark-supremacy>

⁸ European Money Market Institute – EMMI. (2019). *About Eonia*. Recuperado de: <https://www.emmi-benchmarks.eu/euribor-eonia-org/about-eonia.html>

Para el cálculo de esta tasa se toman las transacciones de los préstamos a tasa fija no garantizados del día anterior por encima de un millón de euros. Con estas cifras, se calcula una media recortada ponderada por volumen y redondeada al tercer decimal de la siguiente manera: (i) se ordenan las transacciones de menor a mayor tasa; (ii) se agregan las transacciones que se encuentran a la misma tasa; (iii) se elimina el 25% inferior y el 35% superior; y (iv) se calcula la media del restante 50% de la distribución de tasas, ponderadas por volumen.

Se estima que la transición a esta nueva tasa de referencia conlleve a mayores beneficios desde una perspectiva de estabilidad financiera, como ser la más representativa de los índices del mercado, menos susceptible a manipulación y más estable⁹.

4.6. Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio - TIIE

La TIIE es el índice que el Banco de México creó en 1996 con la finalidad de establecer una tasa de interés interbancaria que represente de manera más fiel las condiciones del mercado.

La TIIE tiene distintos plazos y es calculada por el Banco de México con base en cotizaciones presentadas por las instituciones bancarias a través de una encuesta diaria que muestra las condiciones del mercado de dinero valuado en moneda nacional. Básicamente, la TIIE es un promedio de las tasas de interés a diferentes plazos de al menos seis (6) entidades bancarias¹⁰.

Dentro del mercado de valores mexicano, la TIIE es muy importante porque refleja de manera diaria la tasa base de financiamiento. De este modo, los bancos la utilizan como parámetro para establecer las tasas de interés que cobrarán por los créditos que otorgan.

4.7. Secured Overnight Financing Rate - SOFR

En 2014 el Banco de la Reserva Federal (FED, por sus siglas en inglés) de Estados Unidos creó el Alternative Reference Rates Committee (ARRC, por sus siglas en inglés), el cual estaba conformado por representantes de los entes reguladores y del sector privado, y cuyo propósito fue desarrollar una nueva tasa de referencia para el mercado monetario en dólares americanos. En 2016 el ARRC llegó finalmente a dos opciones para la creación de una nueva tasa de referencia, la primera se basaba en la tasa a un (1) día (overnight) ofrecida por la FED, mientras la segunda tomaba las operaciones de préstamos interbancarios efectivamente realizadas entre los intermediarios del mercado con plazo un día y garantizadas con títulos de deuda pública emitidos por el Gobierno de Estados Unidos (Tesoros). Una vez concluidas las discusiones en los grupos de trabajo

⁹ Altena, M. y Warren, O. (2018). *Introducing ESTER, the euro's new reference rate*. Aegon Asset Management. Recuperado de: <https://www.aegonassetmanagement.com/globalassets/asset-management/netherlands/news-insights/documents/2018/introducing-ester-the-euros-new-reference-rate.pdf>

¹⁰ Banco de México. (s.f.). *Tasas y Precios de Referencia*. Recuperado de: <http://www.anterior.banxico.org.mx/portal-mercado-valores/informacion-oportuna/tasas-y-precios-de-referencia/tasas-precios-referencia001.html>

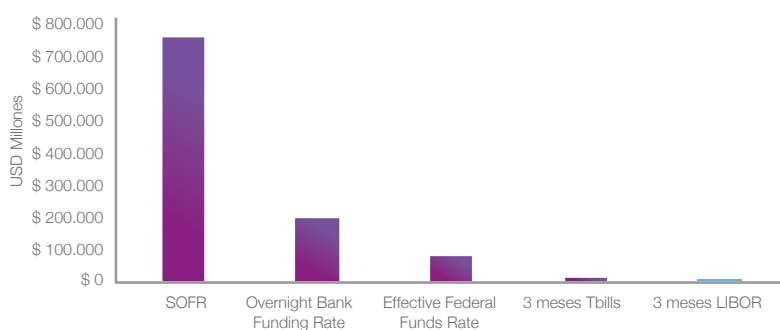
de este comité, se optó por la segunda opción y nació entonces el indicador con el nombre de SOFR¹¹.

El 3 de abril de 2018 la FED de Nueva York, en cooperación con la Oficina de Investigación Financiera, comenzó a publicar la tasa SOFR que es el resultado del promedio al cual las instituciones financieras toman prestados dólares a un plazo overnight, los cuales están garantizados con los bonos del Tesoro de los Estados Unidos.

Para el cálculo de la SOFR se tienen en cuenta las cotizaciones de todas las operaciones del día anterior y la tasa es publicada a las 8:00 a.m. La metodología de cálculo contempla que la FED de Nueva York reciba información de: (i) las transacciones repo realizadas a través de terceros en el Tesoro compensadas por el Bank of New York Mellon, (ii) las transacciones repo del Tesoro que son compensadas por corporaciones del servicio de Garantías Generales de Financiamiento (GFC), y (iii) las transacciones bilaterales del Tesoro con la tasa repo. Una vez recibida la anterior información la FED clasifica los volúmenes de acuerdo con la tasa registrada en la operación (de menor a mayor) y elimina el 25% de las operaciones con tasa más baja de las transacciones bilaterales, con el fin de eliminar las transacciones repo en las cuales es probable que el Tesoro negocie de manera excepcional. Posteriormente, la FED calcula la SOFR como la mediana ponderada por volumen del total de operaciones del día¹².

La SOFR se ha convertido en la tasa líder en el mercado monetario en Estados Unidos y supera ampliamente otro tipo de operaciones en otros indicadores, como se observa en el siguiente gráfico para marzo de 2018:

Gráfico 3. Volumen diario operaciones del mercado monetario de Estados Unidos por tasa de referencia



Fuente: FED. Elaboración Asobancaria.

¹¹ Harris, A. (2018). *America's Libor Replacement Is Taking Its First Steps*. Bloomberg Businessweek. Recuperado de: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-03-26/america-s-libor-replacement-is-ready-for-its-debut-quicktake>

¹² Federal Reserve Bank of New York – NYFED. (s.f). *Secured Overnight Financing Rate Data*. Recuperado de: <https://apps.newyorkfed.org/markets/autorates/sofr>

5. ¿Qué sucederá con la LIBOR?

La LIBOR ha pasado a ser un indicador más teórico que real. Debido al escándalo de manipulación de dicha tasa y a pesar de las medidas que fueron adoptadas para contrarrestar la problemática, entre estas, el cambio del administrador, el FCA ha señalado que el cálculo de la LIBOR se realizará hasta finales del año 2021. Como se mencionó anteriormente, en Estados Unidos el ARRC definió la creación de la SOFR, la cual ha venido ganando terreno como la mejor candidata para reemplazar la LIBOR.

Una de las diferencias más grandes entre la LIBOR y SOFR es la metodología de formación de cada uno de los índices, ya que la LIBOR se basa en una encuesta realizada entre 8 y 16 bancos, mientras que la SOFR tiene como base las operaciones de préstamos a un día garantizados entre las diferentes entidades del sistema financiero que operan en el mercado monetario de dólares americanos (bancos, aseguradoras, administradores de fondos, comisionistas de bolsa y fondos de pensiones). Otra diferencia está dada por el plazo de publicación de cada indicador, pues en el caso de la LIBOR esta es publicada en plazos que van desde un día y hasta un año, mientras que la SOFR es calculada únicamente para las operaciones overnight.

Adicionalmente, es importante resaltar que actualmente se operan en promedio alrededor de USD \$800.000 millones diarios en transacciones atadas a la tasa SOFR según cifras del ARRC. Mientras las operaciones diarias realizadas en LIBOR son de aproximadamente USD \$500 millones¹³.

En octubre de 2017 el ARRC definió un plan de transición de la LIBOR a la SOFR, reconociendo que la transición debe realizarse generando estabilidad en el sistema financiero pues requiere un esfuerzo significativo y coordinado del sistema. Este plan se compone de seis (6) etapas, de las cuales las cuatro (4) primeras ya se encuentran implementadas¹⁴. A continuación se describen:

- (i) Realizar la implementación de la regulación para operar derivados basados en la SOFR con el objetivo de generar liquidez para plazos más largos. Respecto a este punto, en octubre de 2018 el Consejo de Normas Contables y Financieras (FASB) en su Actualización de Normas Contables incluyó la tasa SOFR en la lista de tasas de interés de referencia sobre las cuales se pueden realizar coberturas¹⁵. Igualmente, la Asociación Internacional de Swaps y Derivados (ISDA) incluyó esta tasa dentro de los activos subyacentes sobre los cuales es posible negociar contratos regidos por el acuerdo marco ISDA.
- (ii) Comenzar la operación de derivados futuros OIS atados a la SOFR. En uno de los mercados de derivados más grandes del mundo el Chicago Mercantil Exchange (CME) se empezaron a liquidar contratos atados a la SOFR y, según el CME, se

¹³ Clavijo, S., Vera, N., y Cortés, J. (2018, septiembre). *Referentes en tasas de interés internacionales (LIBOR vs. SOFR): Lecciones para Colombia (DTF vs. IBR)*. Recuperado de: <http://www.anif.co/Biblioteca/sector-monetario/referentes-en-tasas-de-interes-internacionales-libor-vs-sofr-lecciones>

¹⁴ Alternative Reference Rates Committee – ARRC. (s.f.). *Transition from Libor*. New York Federal Reserve Bank. Recuperado de: <https://www.newyorkfed.org/arrc/sofr-transition>

¹⁵ Financial Accounting Standards Board – FASB. (2018). *FASB updates list of permissible u.s. benchmark interest rates for hedge accounting*. Recuperado de: https://www.fasb.org/cs/ContentServer?c=FASBContent_C&cid=1176171490795&d=&pagename=FASB%2FFASBContent_C%2FNewsPage

calculó en promedio la negociación de 5.400 contratos diarios durante los meses de agosto y septiembre de 2018, equivalentes a un valor nominal de USD \$1 billón¹⁶.

- (iii) Efectuar el cumplimiento de derivados atados a la SOFR a través de una Cámara de Compensación. Desde octubre de 2018 las operaciones de derivados OTC de SOFR negociados en el CME comenzaron a ser liquidadas y compensadas por su cámara de compensación y del mismo modo, por medio del London Clearing House (LCH), la cámara de compensación de Londres comenzó a realizar la compensación de estas operaciones.
- (iv) Permitir la liquidación de derivados OTC con subyacente a la tasa SOFR por medio de cámaras de riesgo central de contraparte. Este punto fue implementado en octubre de 2018.
- (v) Las cámaras de riesgo central de contraparte dejarán de aceptar la liquidación de contratos de tasas de interés cuyo activo subyacente sea la Effective Federal Funds Rate (EFFR)¹⁷. Se espera que desde 2021 únicamente queden pendientes por compensación y cumplimiento aquellos contratos derivados atados a la EFFR que aún no hayan llegado a su fecha de vencimiento. El LCH confía en finalizar este cambio a finales del 2020.
- (vi) Contar con la creación de tasas de referencia para plazos superiores al plazo overnight, una vez los mercados de derivados desarrollen mayor liquidez basadas en el índice SOFR para finales del 2021.

Por el momento, la mejor tasa de referencia para reemplazar la LIBOR es la SOFR y se espera que en la medida que se dé la implementación de los pasos anteriormente mencionados, la SOFR continúe ganando relevancia en el mercado monetario.

6. Tasas de referencia en Colombia

A continuación, se exponen las principales tasas de referencia existentes en el mercado monetario colombiano. Estas tasas son calculadas y publicadas por el Banco de la República (BR).

6.1. Depósito a Término Fijo - DTF

En el caso colombiano, el BR calcula y publica semanalmente la tasa de captación de referencia como el promedio ponderado de las diferentes tasas de captación por el monto transado en cada periodo.

¹⁶ Chicago Mercantile Exchange - CME Group. (2018). *CME Group Announces First OTC SOFR Swaps Cleared*, Chicago. Recuperado de: https://www.cmegroup.com/media-room/press-releases/2018/10/09/cme_group_announcesfirstotcsfrswapscleared.html

¹⁷ La EFFR es la tasa resultante del mercado de fondos federales, es decir, los préstamos interbancarios no garantizados y se calcula como la mediana ponderada por volumen de las transacciones de fondos federales reportadas en el mercado monetario. Se puede consultar en: <https://fred.stlouisfed.org/series/EFFR>

Una de estas tasas de captación de referencia es la tasa de Depósito a Término Fijo (DTF), que es calculada a partir de las tasas de interés de captación que las instituciones financieras, específicamente los bancos, las corporaciones financieras y las compañías de financiamiento, reconocen a los depositantes de CDTs a un plazo de 90 días. Esta tasa toma en cuenta las captaciones realizadas entre el viernes de la semana anterior y el jueves de la siguiente semana corriente, se publica semanalmente el día viernes y rige para la siguiente semana de lunes a domingo.

La DTF durante mucho tiempo fue considerada tasa de referencia del mercado monetario local, sin embargo, presenta las siguientes desventajas: (i) no abarca la totalidad de captaciones del sistema, (ii) no se tienen en cuenta variaciones diarias, y (iii) no reconoce perfiles de riesgo de crédito.

6.2. Tasa Interbancaria - TIB

La Tasa Interbancaria refleja la tasa de interés a la cual los intermediarios financieros se prestan fondos por medio de operaciones interbancarias sin garantía (no colateralizados) a un plazo de un (1) día u overnight. La TIB es calculada por el BR como resultado del promedio ponderado de los préstamos interbancarios reportados por las entidades financieras a la SFC.

6.3. Indicador Bancario de Referencia - IBR

El Indicador Bancario de Referencia (IBR) es una tasa de interés de corto plazo en el mercado monetario de pesos colombianos y busca reflejar a qué precio los agentes participantes de su esquema de formación están dispuestos a pedir o prestar recursos en este mercado.

La creación del IBR nace debido a la necesidad de contar con un indicador que refleje de forma adecuada las condiciones de liquidez del mercado monetario colombiano y el costo del dinero en el corto plazo, que incluya las expectativas y los movimientos de política monetaria, y que se encuentre alineada con los mercados financieros y estándares internacionales.

El IBR inició su formación en enero de 2008 y es el resultado de un esfuerzo del sector privado, con el respaldo del BR, el MHCP, el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV) y el apoyo de la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia (Asobancaria). Desde enero de 2008 hasta julio de 2012 se formó el indicador para los plazos overnight y un (1) mes. A partir del 1 de agosto de 2012 se adicionó el plazo tres (3) meses y, posteriormente, el 23 de mayo de 2016 se introdujo el plazo de seis (6) meses¹⁸.

¹⁸ Banco de la República. (2012). *Indicador Bancario de Referencia (IBR)*. Recuperado de: <http://www.banrep.gov.co/es/indicador-bancario-referencia-ibr>

El indicador se publica todos los días hábiles a las 11:00 a.m. en la página web del BR y se forma para los plazos overnight, un (1) mes, tres (3) meses y seis (6) meses.

El esquema de formación está integrado por ocho (8) entidades, las cuales cuentan con la mayor calificación de riesgo de crédito y son seleccionadas anualmente por medio de una metodología CAMEL (Capital, Asset, Management, Earning y Liquidity) que mide sus niveles de liquidez y de capital. Esta metodología permite elegir aquellas entidades que cuentan con los mayores niveles de:

- C – Capital adecuado.
- A – Calidad del activo.
- M – Capacidad de gerencia.
- E – Rentabilidad.
- L – Liquidez.

Adicionalmente, se evalúan la calificación crediticia de largo plazo otorgada y las posiciones pasivas y activas indexadas al IBR. De esta forma la calificación final se pondera de la siguiente manera:

$$CF = \text{CAMEL (80\%)} + \text{CLP (5\%)} + \text{IBR (15\%)}$$

Donde:

CF: Calificación Final.

CAMEL: Calificación CAMEL por entidad.

CLP: Calificación de largo plazo por entidad.

IBR: Indicador de activos y pasivos indexados al IBR.

El IBR overnight sigue de cerca la tasa de política monetaria del BR y los plazos de un (1), tres (3) y seis (6) meses reflejan las expectativas de movimientos de las tasas de interés. Las entidades participantes del esquema de formación del IBR envían diariamente al BR la tasa a la cual están dispuestas a ofrecer o recibir recursos (tasa choice) para cada uno de los plazos.

De acuerdo con el reglamento establecido para la formación del IBR, una vez recibidas todas las cotizaciones de las entidades participantes del esquema de formación, el BR las organiza de mayor a menor y toma los datos de la mediana, los cuales son promediados; el resultado es la tasa IBR nominal correspondiente a cada plazo.

Para el caso del IBR overnight, las entidades se concederán créditos interbancarios por un valor de COP \$20.000 millones cada uno. De este modo, cada participante que resulte oferente de recursos otorgará un crédito interbancario a cada uno de los demandantes de recursos y cada participante demandante de recursos estará obligado a recibir un crédito interbancario por cada uno de los oferentes. Para los plazos correspondientes a un (1) mes y tres (3) meses, los participantes realizarán swaps de tasa de interés (OIS) por valor nominal de COP \$10.000 millones cada uno y en el plazo de seis (6) meses, las entidades realizarán swaps por un monto COP \$3.000 millones cada uno. De acuerdo con el Reglamento del IBR, en estos swaps las entidades participantes que resulten

vendedoras del swap, es decir, la cotización enviada fue inferior a la mediana ponderada, recibirán la tasa fija que será la tasa IBR nominal calculada por el BR correspondiente a cada uno de los plazos y pagarán la tasa variable que será la tasa de interés compuesta del IBR overnight durante la vigencia del swap. Por otro lado, las entidades compradoras del swap pagarán la tasa fija y recibirán la tasa variable. Las parejas para realización de los swaps serán designadas de manera aleatoria por el BR y estas operaciones serán compensadas y liquidadas por medio de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC)¹⁹.

El esquema de formación del IBR tiene una serie de órganos y reglamentos diseñados con el fin de velar por la transparencia del indicador. Dentro de la estructura de Gobierno Corporativo el IBR cuenta con un Comité Rector²⁰ que, de acuerdo con el reglamento, es el órgano decisorio, independiente, de carácter técnico y con la responsabilidad de realizar seguimiento al funcionamiento del esquema de formación. El Comité Rector está conformado por siete (7) entidades bancarias, un (1) representante del BR, un (1) representante del MHCP y un (1) representante del AMV, además de Asobancaria que tiene la calidad de Secretaria Técnica del Comité.

El BR tiene como funciones administrar el esquema de formación del IBR, realizar la publicación de la tasa en su página de internet y ejecutar el cumplimiento de los créditos interbancarios por medio de débitos y créditos a las cuentas de depósitos que cada uno de los participantes tiene en el Banco Central.

Dado que las entidades participantes del esquema de formación resultan oferentes y demandantes de recursos, la formación del indicador está respaldada por las operaciones reales que se ejecutan una vez son publicados los resultados calculados por el BR a partir de las cotizaciones enviadas por cada uno de los participantes, de esta forma no se limita a realizar una “encuesta de percepción” como en el caso de la LIBOR. El Reglamento del IBR incluye sanciones, amonestaciones y multas por conductas en contra de la transparencia del indicador, como son la manipulación del índice, el incumplimiento al deber de confidencialidad o la infracción a los reglamentos definidos. Adicionalmente, el indicador se basa en los Principios de Índices Financieros establecidos por IOSCO.

7. Evolución tasas de referencia del mercado colombiano

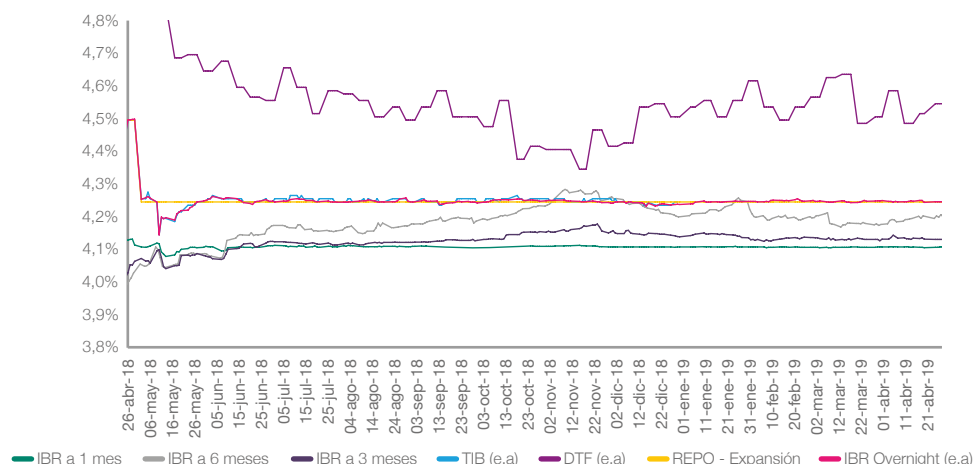
En el último año se ha observado la tasa de política monetaria del BR estable en 4,25%, esto se debe al comportamiento de la inflación en este periodo, la cual se encuentra actualmente en el rango meta (entre 4% y 2%) del banco central y para el corte diciembre de 2018 cerró en 3,18%, muy cerca de la inflación objetivo fijada en 3%. De acuerdo con las expectativas de crecimiento económico y al comportamiento esperado de los precios en la economía, los agentes prevén que la tasa repo no presente mayores variaciones en el transcurso del año.

¹⁹ Asobancaria. (2017, septiembre). *Reglamento del Indicador Bancario de Referencia – IBR*. Recuperado de: <https://www.asobancaria.com/wp-content/uploads/2018/03/2017-12-15-Reglamento-IBR.pdf>

²⁰ Asobancaria. (2017, septiembre). *Reglamento del Comité Rector del Esquema de Formación del Indicador Bancario de Referencia (IBR)*. Recuperado de: <https://www.asobancaria.com/wp-content/uploads/2017/11/Reglamento-Comite%CC%81-Rector-IBR-Final.pdf>

Teniendo en cuenta lo anterior, se puede observar como las tasas del IBR overnight y de un (1) mes siguen un comportamiento similar al comportamiento de la tasa repo, y las tasas IBR de tres (3) y seis (6) meses incorporan expectativas de futuros movimientos de la tasa de política monetaria.

Gráfico 4. Evolución de tasas del mercado monetario colombiano



Fuente: BR. Elaboración Asobancaria

8. Conclusiones y consideraciones finales

El mercado monetario resulta de vital importancia para la economía, en tanto, es un canalizador de los excesos o defectos de liquidez entre los intermediarios financieros en el corto plazo y permite la obtención de recursos a costos relativamente bajos con un nivel de riesgo mínimo. Por lo anterior, un mercado monetario eficiente que facilite la correcta formación de tasas y precios sobre el costo del dinero y refleje adecuadamente las condiciones de liquidez, permitirá una transferencia oportuna de recursos entre agentes deficitarios y superavitarios.

Es importante resaltar la relevancia de este mercado como base del mercado de capitales y del sistema financiero. Por lo tanto, la correcta formación de las tasas de interés de referencia resulta crucial para la toma de decisiones financieras. En este sentido se hace imperativo que estos índices reflejen las condiciones reales de liquidez del mercado y a su vez que generen estabilidad y confianza en el sistema financiero.

Actualmente, los indicadores están migrando a índices que reflejen las condiciones reales de liquidez de los agentes, las expectativas de movimientos de las tasas de los bancos centrales y generen la suficiente seguridad sobre su metodología de formación, en cumplimiento de los principios definidos por IOSCO en relación al Gobierno, la calidad de la tasa de referencia y la rendición de cuentas.

De este modo, los reguladores han trabajado en crear un indicador capaz de remplazar la LIBOR luego que en el año 2011 se revelaran una serie investigaciones sobre la manipulación de la tasa. Por el momento la SOFR, alternativa desarrollada por la FED, parece ser la mejor opción para realizar esta transición. Se espera que el proceso sea exitoso en la medida que no se generen traumatismos en el mercado y se logren complementar todos los pasos definidos por el ARRC.

Dadas estas consideraciones, se hace necesario consolidar los indicadores de referencia. En el caso colombiano, a pesar de que el IBR se creó hace diez años, es importante el posicionamiento del índice como tasa de interés de referencia no solamente en el sistema financiero sino también en el sector real y en el Gobierno. El desarrollo del sistema financiero y del mercado de capitales será impulsado por la promoción y profundización de este tipo de productos y es necesario incluir estos temas en los programas de educación financiera. De esta forma, se considera necesario que el mercado colombiano fije la sustitución de la DTF por el IBR como indicador de referencia y se realice la indexación de los balances del sistema financiero en este índice.

Actualmente se encuentra en desarrollo la Segunda Misión del Mercado de Capitales y con los resultados que se obtengan de esta se espera dar el impulso a un mercado de capitales más sólido, profundo y eficiente. Sin duda, la consolidación de tasas de referencia será uno de los puntos para dicho propósito.

Referencias

- Altena, M. & Warren, O. (2018). *Introducing ESTER, the euro's new reference rate*. Aegon Asset Management. Recuperado de: <https://www.aegonassetmanagement.com/globalassets/asset-management/netherlands/news-insights/documents/2018/introducing-ester-the-euros-new-reference-rate.pdf>
- Alternative Reference Rates Committee – ARRC. (s.f). *Transition from Libor*. New York Federal Reserve Bank. Recuperado de: <https://www.newyorkfed.org/arrc/sofr-transition>
- Asobancaria. (2017, septiembre). *Reglamento del Indicador Bancario de Referencia – IBR*. Recuperado de: <https://www.asobancaria.com/wp-content/uploads/2018/03/2017-12-15-Reglamento-IBR.pdf>
- Asobancaria. (2017, septiembre). *Reglamento del Comité Rector del Esquema de Formación del Indicador Bancario de Referencia (IBR)*. Recuperado de: <https://www.asobancaria.com/wp-content/uploads/2017/11/Reglamento-Comite%CC%81-Rector-IBR-Final.pdf>
- Banco de la República. (2012). *Indicador Bancario de Referencia (IBR)*. Recuperado de: <http://www.banrep.gov.co/es/indicador-bancario-referencia-ibr>
- Banco de México. (s.f). *Tasas y Precios de Referencia*. Recuperado de: <http://www.anterior.banxico.org.mx/portal-mercado-valores/informacion-oportuna/tasas-y-precios-de-referencia/tasas-precios-referencia001.html>
- Chicago Mercantile Exchange – CME Group. (2018). *CME Group Announces First OTC SOFR Swaps Cleared*, Chicago. Recuperado de: https://www.cmegroup.com/media-room/press-releases/2018/10/09/cme_group_announcesfirstotcsufrswapscleared.html
- Clavijo, S., Vera, N., & Cortés, J. (2018, septiembre). *Referentes en tasas de interés internacionales (LIBOR vs. SOFR): Lecciones para Colombia (DTF vs. IBR)*. Recuperado de: <http://www.anif.co/Biblioteca/sector-monetario/referentes-en-tasas-de-interes-internacionales-libor-vs-sofr-lecciones>
- European Money Market Institute – EMMI. (2019). *Euribor Rates*. Recuperado de: <https://www.emmi-benchmarks.eu/euribor-org/euribor-rates.html>
- European Money Market Institute – EMMI. (2019). *About Eonia*. Recuperado de: <https://www.emmi-benchmarks.eu/euribor-eonia-org/about-eonia.html>
- Federal Reserve Bank of New York – NYFED. (s.f). *Secured Overnight Financing Rate Data*. Recuperado de: <https://apps.newyorkfed.org/markets/autorates/sofr>

- Federal Reserve Bank of New York - NYFED. (2018). *The Alternative Reference Rates Committee* Recuperado de: <https://www.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2018/ARRC-Second-report>
- Financial Accounting Standards Board – FASB. (2018). *FASB updates list of permissible u.s. benchmark interest rates for hedge accounting*. Recuperado de: https://www.fasb.org/cs/ContentServer?c=FASBContent_C&cid=1176171490795&d=&pagename=FASB%2FFASBContent_C%2FNewsPage
- González, A. (2014). *La Manipulación del Libor y el Euribor*. Universidad de la Laguna. Recuperado de: [https://riull.ull.es/xmlui/bitstream/handle/915/318/Manipulacion del Libor y Euribor.pdf](https://riull.ull.es/xmlui/bitstream/handle/915/318/Manipulacion%20del%20Libor%20y%20Euribor.pdf)
- Harris, A. (2018). *America's Libor Replacement Is Taking Its First Steps*. Bloomberg Businessweek. Recuperado de: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-03-26/america-s-libor-replacement-is-ready-for-its-debut-quicktake>
- Harris, A. (2019). *Libor Refuses to Die, Setting Up \$370 Trillion Benchmark Battle*. Bloomberg. Recuperado de: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-05-06/libor-refuses-to-die-setting-up-battle-for-benchmark-supremacy>
- IOSCO. (2013). *Principles for Financial Benchmarks*. Recuperado de: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD415.pdf>
- JP Morgan (2019). *Leaving LIBOR: A Landmark Transition*. Recuperado de: <https://www.jpmorgan.com/global/markets/libor-sofr>
- Keenan, D. (2012). *My thwarted attempt to tell of Libor shenanigans*. *Financia Times*. Recuperado de: <https://www.informath.org/media/a72/b1.pdf>
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público - MCHP. (2019). *Emisiones Vigentes TES Clase B*. Recuperado de http://www.minhacienda.gov.co/HomeMinhacienda/ShowProperty?nodeId=%2FOCS%2FP_MHCP_WCC-147145%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased
- TIIE. (2018). *Tasa TIIE, ¿qué es y cuál es su valor?* Recuperado de: <http://tiie.com.mx/tasa-tiie/>

CAPÍTULO IV

Una aproximación al financiamiento verde y su relación con el mercado de capitales

Autor: Jaime Francisco Buriticá Leal

1. Introducción

La implementación de diferentes convenciones internacionales como la Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático y acuerdos como el Acuerdo de París, así como el cumplimiento de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS), han puesto sobre la mesa la necesidad de que los países adheridos cumplan con las metas y compromisos definidos en dichos tratados. Colombia, país que se encuentra incluido en varios de estos esquemas, se ha visto entonces con la necesidad inmediata de generar mayor inversión pública y privada, con el fin de financiar proyectos que contribuyan a alcanzar los objetivos propuestos en estos acuerdos¹.

Según los hallazgos de Schmidt-Traub (2015), para el cumplimiento de los Objetivos de Desarrollo Sostenible se estima que la inversión requerida por año para los países en desarrollo ascendería hasta un rango entre USD \$2 y USD \$3 billones, mientras que para los países desarrollados es cercana a los USD \$1,4 billones. En ese sentido, y dada la capacidad limitada que pueden tener los presupuestos públicos para atender estos fines, la financiación privada surge como un medio para contribuir a la mitigación de los efectos adversos que genera el cambio climático sobre el medioambiente y la economía.

Así las cosas, surge el financiamiento verde, el cual se define como “el financiamiento de inversiones que proporcionan beneficios ambientales en el contexto más amplio de desarrollo ambientalmente sostenible” (G20 Green Finance Study Group, 2016). Bajo este escenario, el sector financiero mediante el mercado de capitales se ha constituido como un agente vital en la búsqueda de recursos e implementación de productos verdes, que permitan incrementar la inversión, apoyar los esfuerzos de otros actores para afrontar los desafíos medioambientales.

El objetivo de este documento es resaltar la importancia de la implementación del financiamiento verde en Colombia y los instrumentos financieros que han sido predominantes y más utilizados en el mercado de capitales alrededor del mundo. Adicionalmente, pretende destacar la experiencia del uso de este tipo de financiamiento en el país, siendo Colombia un pionero en América Latina en la implementación de Bonos Verdes (BV), uno de los productos financieros más usados en el mundo para el financiamiento verde, ofreciendo además algunas recomendaciones sobre productos nuevos que permitan un mayor crecimiento de este tipo de financiación a nivel local.

El capítulo contiene tres secciones a partir de las cuales se construyen las conclusiones y recomendaciones. En la primera parte se realiza una contextualización sobre los diferentes acuerdos y convenciones que se han firmado para combatir el cambio climático alrededor del mundo. En la segunda parte se presenta la definición de financiamiento verde, su importancia, beneficios y desafíos, así como los instrumentos financieros que han predominado hasta ahora y los nuevos productos verdes que se han venido desarrollando recientemente. La tercera parte destaca las acciones de Colombia y su compromiso frente al Cambio Climático, así como los esfuerzos públicos y privados en inversión verde, resaltando especialmente el desarrollo de productos verdes desde la banca local, donde resaltan las emisiones de BV en los últimos años.

¹ De acuerdo con el Ministerio de Ambiente y Desarrollo Sostenible (MADS) (2015) “Colombia se comprometió ante la Convención Marco de Naciones Unidas para el Cambio Climático a través de su Contribución prevista y determinada a nivel Nacional (INDC, por sus siglas en inglés) a reducir de manera incondicional las emisiones de gases efecto invernadero (GEI) en un 20% con respecto al nivel proyectado al 2030”, además de diferentes acciones de adaptación que incluyen la formulación de planes de adaptación, el aumento de áreas estratégicas protegidas, acciones sectoriales y gestión de cuencas, entre otras.

2. Cambio climático: una mirada internacional

El cambio climático se constituye como el principal reto medioambiental de los últimos tiempos y sobre el cual actores públicos y privados han venido aunando esfuerzos con el fin de mitigar los efectos adversos que este genera sobre el medio ambiente y las economías. Esta discusión inició formalmente en 1992, en la Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático, que fue acordado en Nueva York el 9 de mayo de ese año y que empezó a regir el 21 de marzo de 1994. Esta convención reconoce que “los cambios del clima de la tierra y sus efectos adversos son una preocupación común de toda la humanidad” (Naciones Unidas, 1992) y hoy en día se encuentra ratificada por 196 países, los cuales se conocen como las Partes de la Convención.

En 1997, los miembros de la Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático acordaron adicionar un protocolo al tratado: el Protocolo de Kioto. Dicho protocolo compromete a sus partes a cumplir metas de reducciones de emisiones de gases efecto invernadero en promedio en un 5% en comparación con los niveles observados en 1990. La importancia de este acuerdo es que reconoce el papel de los países desarrollados y su responsabilidad en las emisiones de gases efecto invernadero, como resultado de más de 150 años de actividades industriales (Naciones Unidas, 2019b). Adicionalmente, el protocolo contiene obligaciones de mayor calibre para estos países bajo el principio de responsabilidades “comunes pero diferenciadas”, en donde los países industrializados, mayores generadores de gases de efecto invernadero² y responsables prioritarios del calentamiento global, sean también los principales garantes para buscar soluciones a este desafío (Arvizu, 2007).

Es importante agregar que el Protocolo de Kioto busca que las partes cumplan las metas de reducción principalmente a través de políticas e iniciativas nacionales. Sin embargo, permite que se logre la meta de reducción a través de tres mecanismos de mercado: (i) negociación de emisiones internacionales, (ii) mecanismos de desarrollo limpio e, (iii) implementación conjunta. Estos mecanismos permiten estimular la inversión en proyectos verdes y que las partes logren las metas de una manera eficiente en términos de costo-beneficio (Rodríguez y Quintero, 2013).

Más recientemente, en 2015, se realizó otro acuerdo sobre la Convención conocido como el Acuerdo de París. Este acuerdo se construyó sobre lo planteado en la Convención y, por primera vez, unió a todas las naciones en un propósito común: realizar acciones ambiciosas para combatir los efectos del cambio climático y adaptarse a sus efectos, enfocándose en apoyar a los países en vía de desarrollo para lograrlo (Naciones Unidas, 2015). Además, el Acuerdo pretende fortalecer la respuesta global a la amenaza del cambio climático, buscando que el incremento de la temperatura a nivel global se mantenga por debajo de dos grados Celsius, y realizando esfuerzos adicionales para lograr que este incremento sea menor a 1,5 grados Celsius (Naciones Unidas, 2015).

² En 2012 solo 19 países del mundo contribuyeron con 82,8% de la quema de combustibles fósiles.

La evidencia anterior da cuenta de los grandes esfuerzos que organismos internacionales han venido realizando desde hace más de dos décadas con el fin de mitigar los efectos adversos que genera no solo el cambio climático, sino otros problemas medioambientales sobre la seguridad humanitaria y las economías.

El reconocimiento respecto a la importancia de los temas medioambientales en diferentes aristas sociales y económicas ha llevado a que actores diferentes a instituciones gubernamentales, ONGs y centros de estudios especializados se involucren en el desarrollo de políticas y diversos instrumentos de financiación para combatir estos retos. Es por lo anterior que el sector financiero, mediante el mercado de capitales, se constituye como uno de los actores principales en la búsqueda de recursos para desarrollar proyectos verdes y así contribuir a alcanzar los objetivos planteados en los diferentes acuerdos y convenciones antes mencionados.

3. El financiamiento verde

3.1. Financiamiento verde como mecanismo de apoyo a los desafíos medioambientales

La definición de financiamiento verde o finanzas verdes no ha logrado tener un consenso a nivel mundial. De acuerdo con diversos autores esto se debe a dos razones; la primera, que muchas publicaciones no tratan de definir el término y la segunda, que las definiciones propuestas varían significativamente (Llic, et al, 2018).

Para el sector bancario, el financiamiento verde ha sido definido como los “productos y servicios financieros, bajo la consideración de factores ambientales, a través de toma de decisiones de crédito, monitoreo ex post y procesos de administración de riesgo provistos para promover inversiones ambientalmente responsables”³ (Pricewaterhouse Coopers Consultants, 2013).

Según datos de la organización Global Environment Facility (GEF, por sus siglas en inglés) (2018), se estima que hoy en día son necesarios cerca de USD \$400-600 mil millones por año para financiar la conservación de la tierra, los bosques y el agua, y más de USD \$350 mil millones de capital adicional para financiar proyectos de energía renovable y energía eficiente. Además, según la evidencia, actualmente se cuenta con menos del 15% de estos recursos, los cuales son provistos en gran parte por entidades públicas y filantrópicas.

Así las cosas, y en vista de los desafíos cada vez más notorios y urgentes que aquejan el escenario medioambiental⁴, el sistema financiero está tomando un rol cada vez

³ Dentro de estas inversiones no solo se encuentra la financiación para la mitigación y adaptación al cambio climático, sino también una gama más amplia de acciones y objetivos ambientales, tales como el control de la contaminación industrial (reducción de las emisiones de gases de efecto invernadero), el saneamiento del agua, la protección de la biodiversidad, las energías renovables, entre otros (Höhne, et al, 2012).

⁴ Para mantener el aumento de la temperatura global por debajo de dos grados centígrados, según lo acordado por los gobiernos en 2015, el mundo debe implementar reducciones de emisiones profundas. La Agencia Internacional de Energía (AIE) estima que la inversión en tecnologías bajas en carbono y energía eficiente debe incrementarse seis veces a USD \$2,3 billones para 2035 para alcanzar el objetivo climático (SSE, 2018).

más importante para aumentar el apoyo al crecimiento económico sostenible, no solo en términos de préstamos tradicionales, sino también mediante la promoción de mecanismos e instrumentos de financiación verde. Además de tener la oportunidad de jugar un papel cada vez más relevante como facilitador y proponente para la transición hacia una economía más verde.

Diversos estudios y evidencia reciente han demostrado los beneficios que el financiamiento verde ofrece al mercado financiero. Dentro de ellos se destacan: (i) nuevas emisiones que resultan atractivas dado el compromiso por financiar productos verdes, (ii) fortalecimiento de la posición competitiva de la bolsa, la cual opera a la vanguardia de un mercado en transición, (iii) satisfacción de la demanda de los inversionistas y de productos y servicios verdes, (iv) mayor posicionamiento del sistema financiero en pro de apoyar objetivos nacionales e internacionales de desarrollo sostenible (SSE, 2018).

3.2. Instrumentos financieros predominantes en el financiamiento verde

Uno de los mecanismos usados más importantes es el comercio de emisiones (Llic, et al, 2018). Este instrumento está basado en un mercado para controlar la contaminación, entendida como la cantidad de gases de efecto invernadero emitidos a la atmósfera.

El Sistema de Comercio de Emisiones de la Unión Europea (ETS, por sus siglas en inglés) es el esquema más grande del mundo para el comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero. Dicho sistema fue creado en 2005 y cubre cerca de 11.000 centrales eléctricas y plantas industriales en 31 países, cuyas emisiones representan cerca del 45% del total de Europa (European Commission, 2015).

En términos generales, mediante este mecanismo se establece un límite en el total de emisiones permitidas y se proporcionan subsidios que se suman al límite de las compañías reguladas por el esquema. Las empresas deben medir e informar sus emisiones de carbono y se entrega un subsidio por cada tonelada que liberen. Las empresas pueden comerciar (realizar trading) con sus subsidios, incentivándolos a reducir sus emisiones⁵. De acuerdo con la ETS, se espera que el límite actual caiga un 1,74% por año para cumplir con el objetivo de reducir las emisiones en 2020 a un 21% por debajo de su nivel de 2005. El comercio en este tipo de mecanismo está avaluado en cerca de USD \$150 mil millones anuales.

Según organizaciones como The Global Environment Facility (GEF, por sus siglas en inglés) (2018), además del mecanismo antes mencionado, los instrumentos financieros predominantes en la actualidad en el financiamiento verde son la deuda y el equity. Dichos instrumentos tienen varias características, como el tipo de activo en el caso de las acciones (común vs preferred⁶), el canal a través del cual se organiza el flujo, los actores involucrados (tipos de inversionistas y vehículos de inversión), términos del acuerdo, el origen de los fondos, entre otros.

⁵ El precio del carbono es establecido por el mercado a través del comercio (trading) y basado en una amplia gama de factores.

⁶ Una acción *preferred* es un híbrido entre una acción y una obligación que, a diferencia de una acción ordinaria, tiene una retribución fija siempre y cuando el emisor logre una ganancia mínima.

3.2.1. Bonos Verdes (BV)

En el mercado de deuda, el instrumento más conocido y utilizado es el denominado Bono Verde (BV). El International Capital Market Association (ICMA, por sus siglas en inglés) (2018), define los BV como “cualquier tipo de bono en el que los fondos se aplicarán exclusivamente para financiar o re-financiar, en parte o en su totalidad, proyectos verdes elegibles, ya sean nuevos y/o existentes y que estén alineados con los cuatro componentes principales de los Green Bond Principles (GBP, por sus siglas en inglés)”. Estos principios son estándares que debería cumplir cualquier emisión para ser considerada verde, y cubren cuatro componentes principales: (i) uso de los fondos; (ii) proceso de evaluación y selección de proyectos; (iii) gestión de los fondos, e (iv) informes y reportes.

El primer componente garantiza que los fondos estén obligados legalmente a ser utilizados para proyectos verdes que proporcionen beneficios ambientales claros. En términos generales, existen diez categorías de proyectos a los cuales deberían dirigirse los recursos de financiamiento, a saber: (i) energías renovables, (ii) eficiencia energética, (iii) prevención y control de la contaminación, (iv) gestión sostenible de los recursos naturales y el uso de la tierra, (v) conservación de la biodiversidad terrestre y acuática, (vi) transporte limpio, (vii) gestión sostenible del agua y aguas residuales, (viii) adaptación al cambio climático, (ix) productos adaptados a la economía ecológica y/o circular, tecnologías y procesos de producción, y (x) edificios ecológicos (ICMA, 2018).

El segundo componente fija los lineamientos de comunicación del emisor con los inversionistas, lo cual contempla especificar los objetivos ambientales del proyecto, la categoría del proyecto, los criterios de elegibilidad y las condiciones de veeduría. El tercer principio establece que los fondos recaudados deben estar consignados en una cuenta o cartera controlada por el emisor y deberán ser auditados periódicamente; mientras que el último estándar determina la presentación de informes periódicos que especifiquen hacia qué proyectos han sido dirigidos los fondos y los resultados esperados de los mismos (ECLAC, 2017).

Adicionalmente, “se recomienda que los emisores de BV utilicen una garantía externa [...] y segundas opiniones de instituciones independientes que trabajen en temas ambientales (incluidas las instituciones académicas), que suministren información más detallada y le otorguen mayor credibilidad al emisor de las emisiones de bonos. Varias compañías se han especializado en revisar emisiones de BV en los últimos años, como Deloitte, EY, KPMG, Oekom, Sustainalytics y Vigeo” (Ehlers y Packer, 2016).

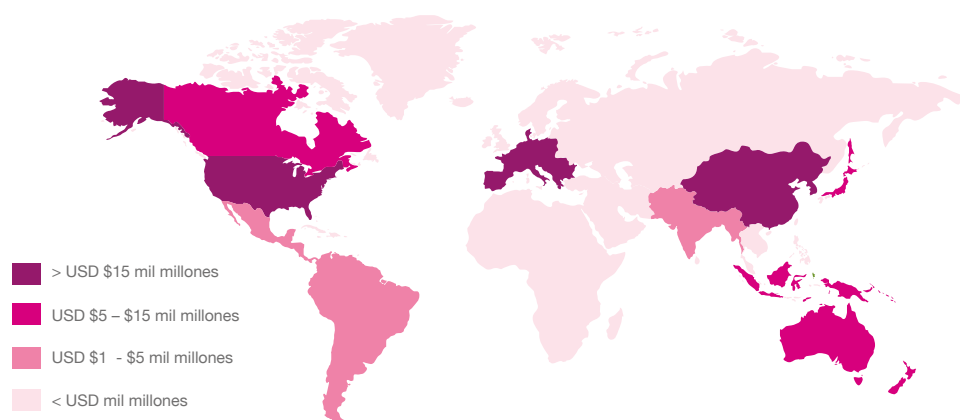
Con respecto a la clasificación de los BV, a grandes rasgos, se reconocen cuatro clases de BV: (i) BV con uso de los recursos; (ii) BV con uso de los recursos ligados a flujos de efectivo; (iii) BV con uso de los recursos ligados a proyectos verdes; y (iv) BV con uso de los recursos ligados a una bursatilización de activos “verdes”. Los BV con uso de los recursos son los más populares y similares a un bono ordinario. Estos generan una obligación de deuda con cargo al emisor y estarían respaldados por sus activos, por lo que cuentan con la misma calificación que sus otras emisiones. Los BV con uso de los recursos ligados a los flujos de efectivo establecen también una obligación de pago,

pero sin recurso al emisor, por lo que están garantizados por los flujos de comisiones, impuestos, tarifas, etc.

Por su parte, los BV con uso de los recursos ligados a proyectos verdes están atados a proyectos o activos verdes específicos, los cuales son los receptores del monto colocado y, por tanto, los flujos del bono están sujetos a los flujos de cada uno de estos proyectos u activos. Finalmente, los BV con uso de los recursos ligados a una bursatilización de “activos verdes” son bonos “garantizados por uno o más proyectos y/o activos elegibles específicos, incluyendo, pero no limitado a bonos respaldados por activos (ABS), títulos hipotecarios (MBS) y otras estructuras” (HR Ratings, 2017).

Según Climate Bonds Initiative (2018) desde 2007 se han emitido USD \$521 mil millones en BV, conformados por alrededor de 500 emisores entre gobiernos, bancos, municipios y corporaciones. Estas emisiones han estado lideradas por Estados Unidos con USD \$118,6 mil millones, seguido por China con ofertas por USD \$77,5 mil millones, Francia con USD \$56,7 mil millones y Alemania y Holanda, con USD \$7,6 y USD \$7,4 mil millones, respectivamente (Gráfico 1). De esta forma, la emisión de estos instrumentos ha estado liderada por los países desarrollados, por lo que, si bien se han emitido BV en más de 25 monedas, el euro, el dólar estadounidense y el yuan han sido las referencias de cambio preferidas. Con respecto a la dinámica de los mercados, la región con más crecimiento en 2018 fue Asia Pacífico con un aumento del 35%, seguido por Europa.

Gráfico 1. Ranking de los emisores de BV por región

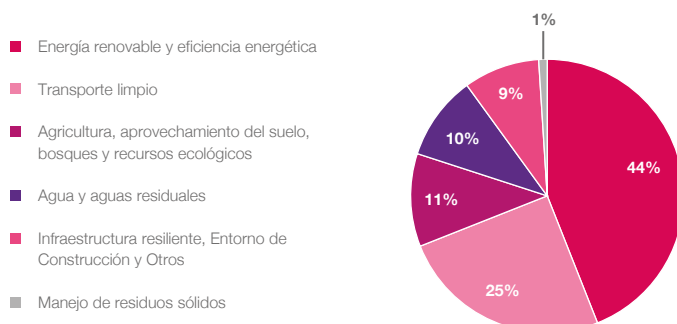


Fuente: Climate Bonds.

Por otra parte, con base en información del Banco Mundial (2018), a junio de 2018 eran cinco las categorías de proyectos verdes donde se habían llevado a cabo la mayoría de los desembolsos de recursos originados en emisiones de BV ofertados por esta institución.

La energía renovable y eficiencia energética participan con el 44% de los proyectos, seguido por transporte limpio con un 25%, y agricultura, uso de la tierra, bosques y recursos ecológicos con un 11%. Abastecimiento de agua y aguas residuales, por su parte, representan el 10%; mientras que infraestructura resiliente, entorno edificado y otros figuran con un 9% (Gráfico 2).

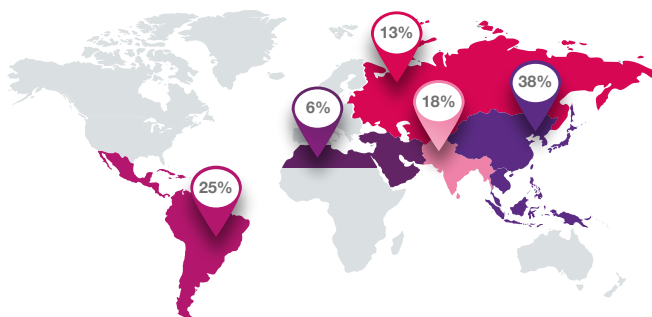
Gráfico 2. Compromisos y desembolsos para BV del Banco Mundial, según sector



Fuente: Banco Mundial.

En medio de este escenario, el 78% de estos fondos han sido destinados a actividades de mitigación⁷, mientras que el otro 22% se han direccionado hacia actividades de adaptación⁸. En cuanto a la distribución geográfica, los recursos del Banco Mundial se han enfocado en regiones en vía de desarrollo, siendo el Oriente de Asia el mayor receptor de fondos con un 38%, seguido por Latinoamérica y el Caribe (25%), Sur de Asia (18%), Europa y Asia Central (13%) y Medio Oriente y África del Norte (6%) (Gráfico 3).

Gráfico 3. Distribución regional de los recursos desembolsados por el Banco Mundial



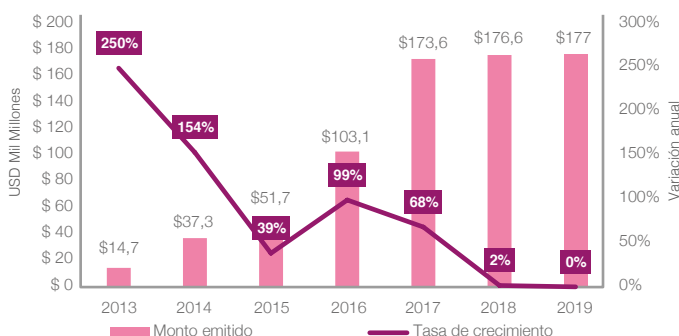
Fuente: Banco Mundial.

⁷ El proyecto Microfinanzas para la Adaptación basada en Ecosistemas (MEbA), 2018, define las actividades de mitigación como "las acciones enfocadas en disminuir las causas del cambio climático; es decir reducir las fuentes de emisiones de gases de efecto invernadero o aumentar los sumideros de carbono".

⁸ El proyecto Microfinanzas para la Adaptación basada en Ecosistemas (MEbA), 2018, define las actividades de adaptación como "las acciones enfocadas en disminuir los impactos del cambio climático: es decir la vulnerabilidad de las personas ante la variabilidad climática actual y cambios futuros en el clima".

Bajo este contexto, si bien los BV han mostrado un boom considerable en los últimos años, aún representan una fracción mínima frente a los cerca de USD \$100 billones del mercado mundial de bonos, según datos publicados por Bloomberg New Energy Finance (2019). Por otra parte, las estadísticas reportadas muestran que las tasas de crecimiento en el valor total de las emisiones se han venido reduciendo año a año, registrando una leve expansión alrededor de 1,72% entre 2017 y 2018. Para 2019 Bloomberg (2019) estima emisiones de entre USD \$170 y USD \$180 mil millones, lo que representaría una variación prácticamente nula frente a 2018 (Gráfico 4). De esta forma, uno de los desafíos para este tipo de instrumentos es recuperar la dinámica exhibida a principios de esta década. Sin embargo, vale la pena anotar que instituciones como el banco sueco Skandinaviska Enskilda Banken AB (SEB) son más optimistas, y proyectan emisiones entre USD \$210 y USD \$240 mil millones en 2019 (Rust, 2019).

Gráfico 4. Evolución de las emisiones de BV en los últimos 6 años



Fuente: Bloomberg New Energy Finance.

Otro desafío adicional es la falta de un marco regulatorio unificado para la emisión de esta clase de títulos, lo cual ha generado altos costos de transacción. Lo anterior “se convierte en un obstáculo relevante en el caso de los emisores pequeños o de primera vez, así como para las emisiones que financian grandes y diversos proyectos, geográficamente dispersos o cuyo monitoreo resulta ser costoso” (Banco Interamericano de Desarrollo (BID), 2019). De esta forma, el BID (2019) identifica tres factores principales que originan altos costos de transacción, a saber: (i) costos de cumplimiento con el entorno regulatorio; (ii) costos asociados a la estructuración de las emisiones de BV; y (iii) costos de seguimiento, control e información sobre las inversiones verdes subyacentes.

Sumado a lo anterior, el G20 Green Finance Study Group (2016) destaca desafíos adicionales para el futuro del mercado global de BV. En primera instancia, buena parte de los inversionistas potenciales desconocen aún las características de estos activos de deuda, además de no existir aún un criterio unificado para definir un BV, pues muchas instituciones siguen sus propias pautas. No obstante, vale la pena destacar que este documento toma como referencia los criterios que determinó ICMA frente a qué se debe considerar como un BV, siendo Green Bond Principles la guía de uso más extendido

entre los emisores de esta clase de instrumentos. Como consecuencia, esta falta de directrices unificadas deriva en altos costos de certificación y de supervisión frente al uso de los recursos en proyectos verdes, lo cual también se convierte en un obstáculo para los emisores más pequeños.

Quizás el reto más grande para la estructura de un BV es cómo convencer a los administradores de portafolio que involucren en su cartera de activos este tipo de instrumentos, teniendo en cuenta que frecuentemente deberán realizar un *trade-off* entre rentabilidad e impacto ambiental positivo. Como señala Rust (2019), que la mayoría de las emisiones de BV estén dominadas por países desarrollados presiona a la baja sus rentabilidades, convirtiéndolos en activos menos atractivos para los inversionistas. En ese orden de ideas, una de las alternativas para tener instrumentos con un rendimiento más elevado sería la mayor entrada al mercado de emisores de países emergentes y compañías más pequeñas, que aumentaría el potencial de diversificación de los portafolios.

3.2.2. Mercado Accionario

En el mercado de acciones se destaca la participación a nivel mundial de la Bolsa de Valores Sostenible (SSE, por sus siglas en inglés), iniciativa que desde 2009 ha venido trabajando con las bolsas de valores globales, con el fin de fomentar las asociaciones y la adopción de buenas prácticas en el área de inversión responsable para impulsar el desarrollo sostenible.

La SSE busca promover productos verdes que financien directamente proyectos ambientales e iniciativas que soporten los mercados financieros verdes mediante mayor transparencia y divulgación de las prácticas.

Aunque recientemente los productos y el financiamiento verde han visto un gran crecimiento y se han incorporado en varios mercados, aún existe un amplio espacio de mayor expansión. Según evidencia empírica de la SSE, a 2017 las acciones consideradas “verdes” eran tan solo cerca del 5% del valor total listado, lo que ofrece más oportunidades de desarrollo en este mercado. Existen diversos índices accionarios que desde su creación han venido arrojando importantes niveles de retorno y aceptación a nivel mundial (SSE, 2018).

Los índices verdes conocidos como Environmental Social and Corporate Governance (ESG, por sus siglas en inglés) son usados como punto de referencia para incrementar la visibilidad entre el desempeño de los activos verdes y los financieros. Además, incentivan a las compañías aspirantes a pertenecer al índice a cumplir con los criterios particulares de divulgación y compromiso con los objetivos de sostenibilidad de cada índice y proporcionan una base para el desarrollo de fondos cotizados (ETFs), estimulando la inversión en empresas más sostenibles (SSE, 2018).

Así las cosas, uno de los índices accionarios de sostenibilidad globalmente más aceptado es el Dow Jones Sustainability Index World (DJSI World, por sus siglas en inglés), el cual fue lanzado en 1999 y es considerado como el “estándar de oro para la sostenibilidad corporativa” (RobecoSAM, 2018a). El índice evalúa el desempeño de compañías líderes en términos de sostenibilidad, basado en un análisis de factores financieros, ambientales, sociales y de gobierno. El objetivo es que las empresas que cotizan en este índice sean reconocidas internacionalmente por su esfuerzo en el desarrollo sostenible, atrayendo a inversores institucionales globales que inviertan en esta clase de negocios.

Durante el proceso de selección para nuevos miembros, el DJSI World invita a cerca de 2.500 compañías a nivel global (alrededor de 60 industrias de 47 países) con alta capitalización bursátil a participar en la evaluación de sostenibilidad corporativa del índice y anuncia en septiembre de cada año la lista de compañías que han superado los criterios de selección de acuerdo con su metodología. Las compañías seleccionadas reciben el informe de referencia del DJSI para reportar sus puntajes de sostenibilidad y pueden utilizar este documento como retroalimentación para mejorar su desempeño en desarrollo sostenible en las dimensiones económica, social y ambiental (RobecoSAM, DJSI, 2018b).

Además del DJSI World, también opera el índice Dow Jones Sustainability Index (DJSI, por sus siglas en inglés) de mercados emergentes, el cual está compuesto por 800 de las compañías más grandes del índice S&P Global Broad Market, correspondientes a 59 industrias de 22 países (RobecoSAM, DJSI, 2018b)⁹. A continuación, se observa el comportamiento del DJSI World y Emergentes frente a su índice de referencia Dow Jones (Gráfico 5).

Gráfico 5. Índices Dow Jones Sustainability World y Emerging Markets vs Dow Jones

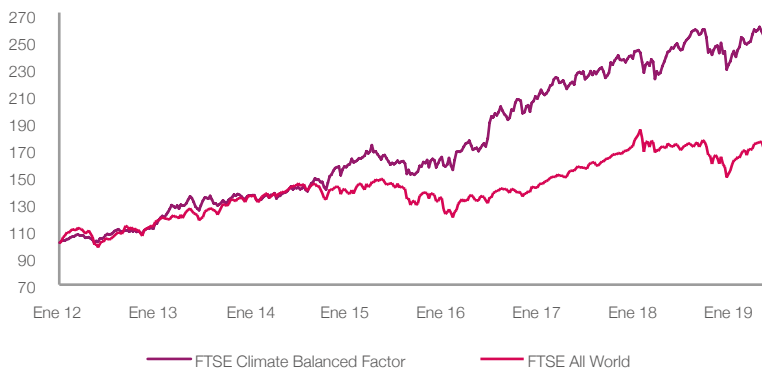


Fuente: Bloomberg. Índices normalizados. Base 100=2012.

⁹ Los países que participan en el índice son: Brasil, Chile, China, Colombia, República Checa, Egipto, Grecia, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Marruecos, Perú, Filipinas, Polonia, Qatar, Rusia, Sur África, Taiwán, Tailandia, Turquía y Emiratos Árabes Unidos.

Sumado al DJSI World y de mercados emergentes existen otros índices accionarios “verdes”¹⁰ que han venido superando el desempeño de sus índices de referencia “no verdes”, lo que de acuerdo con el SSE (2018), ha incrementado la demanda por este tipo de activos (Gráficos 6,7,8 y 9).

Gráfico 6. FTSE Factor de Equilibrio Climático



Fuente: Bloomberg. Índices normalizados. Base 100=2012.

Gráfico 7. FTSE Desinvertir Invertir



Fuente: Bloomberg. Índices normalizados. Base 100=2012.

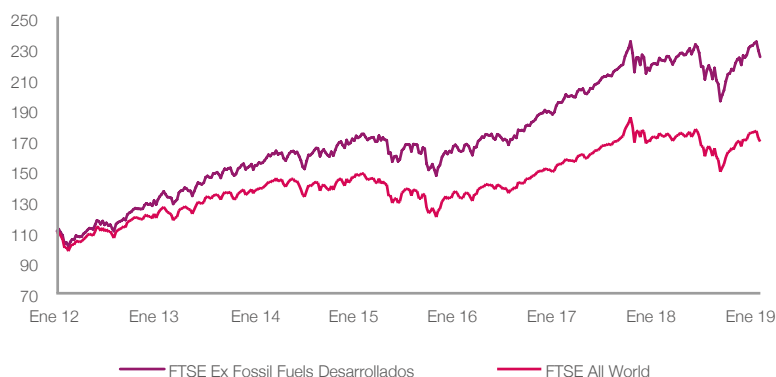
¹⁰ Otros índices alineados con el clima son: B3 Carbon Efficient Index (Bolsa de Valores de Brasil), CUFE-CNI Green Bond Index Series (Bolsa de Valores de Luxemburgo), DAX global Alternative Energy (Bolsa de valores de Alemania), FTSE Environmental Markets Index (Bolsa de Valores de Londres), KPX SRI Eco (Bolsa de Valores de Corea del Sur), SSE Green Bond Index (Bolsa de Valores de Shanghai), S&P 500 Carbon Efficient Index, entre otros (SSE, 2018).

Gráfico 8. FTSE Oportunidades ambientales



Fuente: Bloomberg. Índices normalizados. Base 100=2012.

Gráfico 9. FTSE Ex combustibles fósiles



Fuente: Bloomberg. Índices normalizados. Base 100=2012.

En América Latina la bolsa de valores de Brasil ha estado activamente comprometida con los esfuerzos de las Naciones Unidas. Esta fue la primera bolsa de valores en el mundo en adherirse al programa Global Compact en 2004 y también la primera bolsa en mercados emergentes que se suscribió a los Principios para la Inversión Responsable en 2010 y uno de los cinco miembros que firmaron el inicio de la iniciativa de SSE.

3.2.3. Fondos Cotizados (ETFs)

Otros instrumentos del mercado financiero son los fondos cotizados, conocidos como Exchange Trade Fund (ETFs por sus siglas en inglés), los cuales se componen por un “conjunto diversificado de activos (como un fondo de inversión, bonos y acciones) que cotiza en bolsa (como una acción)” (BlackRock, 2018), siendo una forma sencilla, económica y eficiente en costos para invertir.

En ese sentido, los ETF verdes además pueden realizar un seguimiento de índices o grupos de acciones y bonos que incorporen aspectos ambientales específicos, o relacionados con la sostenibilidad. Lo anterior puede incentivar a los inversionistas a diversificar sus portafolios con instrumentos caracterizados por su alta liquidez, transparencia y exposición, a un sector o estrategia de inversión específica.

Según SSE (2018), inicialmente los ETFs verdes se centraban en compañías implicadas directa o indirectamente con energías alternativas, tanto en investigación como en desarrollo de producción de dichas energías y los componentes necesarios para producirla. No obstante, recientemente los ETFs han agrupado empresas que realizan otros esfuerzos ambientales como emisiones, huella de carbono, reportes y estrategias medioambientales, independencia de combustibles fósiles, proyectos que involucran aire y agua limpios, entre otros.

Algunos de los ETFs que operan en la actualidad son: First Trust NASDAQ Clean Edge Green Energy Index Fund (sigue al índice NASDAQ Clean Edge Green), VanEck Vectors Environmental Services ETF (sigue al índice NYSE Arca Environmental Services), VanEck Vectors Green Bond ETF (sigue al índice S&P Green Bond Select)¹¹ (SSE, 2018).

3.2.4. Garantías de crédito

Sumado a los instrumentos antes mencionados, las garantías de crédito se han constituido recientemente como otra herramienta importante en el financiamiento verde. Al respecto, el Banco Mundial (2009) sostiene que las “garantías de crédito son instrumentos útiles donde el riesgo de crédito es percibido como la barrera clave del acceso al financiamiento”.

De esta forma, y dado que el alto riesgo es una de las principales barreras que presentan las inversiones y el financiamiento verde, las garantías deberían adaptarse a este tipo de instrumentos (BID, 2018). De hecho, el Banco Mundial argumenta que en América Latina y el Caribe la mayoría de las decisiones de préstamos son realizadas con base en las garantías proporcionadas por los prestatarios y su trayectoria y récord de crédito, más no sobre los riesgos específicos asociados a los proyectos¹².

¹¹ Aunque los ETFs de bonos son un producto de inversión popular, la primera emisión de ETF de BV se lanzó apenas en 2017.

¹² Banco Mundial (2009). “*The World Bank Group Guarantee*”

Las garantías se utilizan a menudo como una forma de canalizar la intervención pública y todos los esquemas de garantía contienen elementos de subvención sea en la contribución (pública, privada o contribuidor externo), o en la constitución de fondos de garantías y en algunos casos en la forma de alquiler para cubrir algún costo de administración del programa (Levitsky, 1993). En el caso de la financiación y los mercados verdes, la intervención pública usualmente está enfocada en promover inversiones que generen co-beneficios o bienes públicos no monetizados.

Debido a su capacidad para generar recursos mediante el apalancamiento financiero, un esquema bien diseñado e implementado de garantías puede ser más eficiente para el uso de los fondos públicos que otros mecanismos (De Olloqui, 2013). Adicionalmente, los estudios también aseguran que, si se diseñan y operan de manera efectiva, los esquemas de garantía no requieren subsidios.

En América Latina se destacan algunos esquemas de garantías de crédito como los incluidos en el Fondo de garantías de Chile para propietarios de pequeñas empresas (FOGAPE), el Fondo Nacional de Garantías de Colombia y la Nacional Financiera de México (NAFIN). De acuerdo con la evidencia, en Chile las empresas que tienen acceso al esquema del Fondo de Garantías han incrementado su acceso a crédito en 40% frente a aquellas que no participan en el esquema (De Olloqui, 2013). Aunque no se ha realizado una evaluación sobre fondos de garantías en productos verdes en América Latina y el Caribe, se podrían esperar efectos similares.

De acuerdo con diversos autores, el apalancamiento efectivo puede ser usado como un objetivo para el financiamiento verde, así como cualquier inversión subvencionada y el punto de referencia (benchmark) para juzgar adecuadamente si el programa es exitoso o no debería ser la medición de los beneficios sociales. Finalmente, una garantía de crédito bien diseñada e implementada para los segmentos de mercado verde puede subsanar algunas fallas del mercado enfrentadas por los prestatarios (Gráfico 10).

Gráfico 10. Aportes y retos del esquema garantías de crédito al financiamiento verde



Fuente: Banco Interamericano de Desarrollo.

3.2.5. Avances recientes y nuevos productos verdes

De acuerdo con las Naciones Unidas, cerca de diez centros financieros alrededor del mundo acordaron, en 2017, promover acciones estratégicas en financiamiento verde y sostenible en un encuentro celebrado en Casablanca, el primero que reunió a los principales centros financieros¹³ a nivel mundial.

Estos centros financieros son claves, dado que allí se concentran los principales mercados de banca de inversión y aseguradoras. Además, sus esfuerzos deberán centrarse en movilizar el financiamiento requerido para implementar el Acuerdo de París sobre cambio climático y los objetivos de Desarrollo Sostenible de la ONU.

En términos de nuevos productos, en 2018 llegaron al mercado los bonos de sostenibilidad (sustainability bonds), cuyos ingresos se utilizan exclusivamente para financiar o refinanciar una combinación de proyectos ambientales y sociales. El Banco Mundial cuenta con un programa de emisión de Bonos de Desarrollo Sostenible y en septiembre del año pasado el EIB (European Investment Banking) emitió su primer bono de conciencia sostenible.

De otro lado, los hacedores de política pública de diversos países han comenzado a explorar la posibilidad de desarrollar más productos financieros estructurados y titularizaciones con el fin de seguir combatiendo el cambio climático. Al respecto, en noviembre del año pasado, en la publicación de un artículo liderado por el Grupo de Estudio de Finanzas Sostenible del G20, se realizó un análisis sobre los créditos respaldados por garantías, Collateralised Loan Obligations (CLOs por sus siglas en inglés), como un mecanismo para utilizar los créditos bancarios para proyectos de infraestructura sostenible con fondos de capital de inversionistas institucionales. Según este análisis, los administradores de activos de CLOs podrían impulsar el mercado mediante la compra de préstamos de infraestructura sostenible existentes de bancos con fondos recaudados por bonos titularizados.

Al respecto, el banco sueco SEB (Skandinaviska Enskilda Banken, por sus siglas en inglés) mencionó que espera ver los primeros CLOs verdes lanzados este año. Entre tanto, S&P Global Ratings señaló que considera la falta de garantías como el principal obstáculo para el desarrollo de un mercado verde de CLOs; no obstante, señala que 2019 puede ser el año en el que este producto se lance dado el mayor activismo de los emisores de productos verdes.

Finalmente, las nuevas tecnologías financieras (Fintech), como *blockchain*, *internet of things* y *big data*, podrían desbloquear las finanzas verdes en el mismo periodo de tiempo que tomó el Acuerdo de París y los Objetivos de Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas. En ese sentido, existen cinco posibles aplicaciones del Fintech al financiamiento verde: (i) aplicaciones de *blockchain* para desarrollo sostenible; (ii) casos de uso (estudios de caso) de *blockchain* para energías renovables, (iii) mercados de electricidad descentralizados, (iv) créditos de carbono y financiamiento climático, (v) innovación en instrumentos financieros, incluyendo BV, entre otros (Nassiry, 2018).

¹³ Dentro de los centros participantes se destacan: Dubai, Hong Kong, Londres, Luxemburgo, París, Singapur y Estocolmo (Naciones Unidas, 2017).

4. Financiamiento verde en Colombia

4.1. Compromiso nacional frente al Cambio Climático

En Colombia, la primera acción política realizada para implementar los acuerdos de la Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático se incluyó en el Plan Nacional de Desarrollo (PND) “Prosperidad para Todos” 2010-2014, en la ley 1450 de 2011 y en el Conpes 3700 de 2011 (DNP, 2019).

Dentro del PND se plantearon políticas que se ejecutaron en atención al cambio climático, principalmente para preparar a Colombia en la adaptación a este desafío y con el fin de aprovechar las oportunidades con las que cuenta el país en el ámbito medioambiental (DNP, 2019).

Paralelamente, en el documento Conpes 3700 de 2011 se desarrolló la “Estrategia institucional para la articulación de políticas y acciones en materia de cambio climático en Colombia”, en la cual se plantean cuatro estrategias prioritarias en la gestión del cambio climático, siendo una de ellas el Plan Nacional de Adaptación al Cambio Climático (PNACC) (DNP, 2019). El PNACC es coordinado por el Departamento Nacional de Planeación (DNP) y cuenta con el apoyo del Ministerio de Ambiente y Desarrollo Sostenible. Sus principales objetivos son “reducir el riesgo y los impactos socioeconómicos asociados a la variabilidad y al cambio climático en Colombia”, buscando además “generar un mayor conocimiento sobre los potenciales riesgos y oportunidades, incorporar gestión del riesgo climático en la planificación del desarrollo sectorial y territorial, y disminuir la vulnerabilidad de los sistemas socioeconómicos y ecológicos ante eventos climáticos” (DNP, 2019).

La hoja de ruta del PNACC establece cinco etapas en la formulación de un plan de adaptación; (i) preparación y planificación, (ii) gestión de información sobre el cambio climático, (iii) identificación y priorización de medidas, (iv) diseño e implementación de medidas de adaptación y (v) seguimiento y evaluación (DNP, 2013).

Adicionalmente, el 7 de junio de 2012 se suscribió el Protocolo Verde en Cartagena de Indias y durante la 52ª Convención Bancaria, en junio de 2017, las entidades que firmaron el Protocolo renovaron su compromiso con la preservación ambiental y el uso sostenible de los recursos naturales. Adicionalmente, cinco nuevas entidades decidieron adherirse al Protocolo (Asobancaria, 2019). El objetivo principal del Protocolo es converger los esfuerzos del Gobierno Nacional y el Sector Financiero, buscando que los bancos implementen acciones en términos de Responsabilidad Ambiental que permitan cumplir con las necesidades de las generaciones presentes y futuras (Asobancaria, 2012). Los firmantes del Protocolo acuerdan poner en práctica tres estrategias; (i) generar y promocionar instrumentos para promover el financiamiento del desarrollo sostenible; (ii) promover en sus procesos internos el consumo sostenible de recursos naturales y renovables; y (iii) considerar dentro del análisis de riesgo de crédito los impactos y costos ambientales generados.

Ahora bien, en aras de seguir incrementando los esfuerzos para afrontar de mejor manera los desafíos medioambientales, el Ministerio de Ambiente y Desarrollo Sostenible emitió el Decreto 298 del 24 de febrero de 2016, el cual establece la organización y funcionamiento del Sistema Nacional de Cambio Climático (SISCLIMA), con el fin de coordinar y evaluar las políticas y estrategias en medidas de adaptación al cambio climático y de mitigación de gases de efecto invernadero. Su carácter transversal implica la participación de las entidades públicas, entidades privadas y entidades sin ánimo de lucro.

Tabla 1. Objetivos del SISCLIMA

1. Coordinar esfuerzos y compromisos respecto al cambio climático.
2. Articular los planes y estrategias de cambio climático de manera integrada.
3. Articular las iniciativas de cambio climático públicas y privadas.
4. Identificar y aprovechar las oportunidades para favorecer el desarrollo sostenible.
5. Favorecer la reducción de la vulnerabilidad de la población afectada por los efectos del cambio climático.
6. Fomentar la participación ciudadana para la toma de decisiones relacionadas con el cambio climático.
7. Promover la implementación de medidas de adaptación al cambio climático.
8. Armonizar criterios y mecanismos para hacer evaluación y seguimiento a las responsabilidades y compromisos en materia de adaptación al cambio climático.

Fuente: Ministerio de Ambiente y Desarrollo Sostenible.

Bajo la dirección del Comité de Gestión Financiera del SISCLIMA y de fuentes de cooperación local e internacional se han venido desarrollando diversos análisis, con el fin de mejorar el conocimiento que se tiene sobre la inversión y financiación climática sostenible, para así determinar estrategias que permitan fortalecer el desarrollo local de productos verdes.

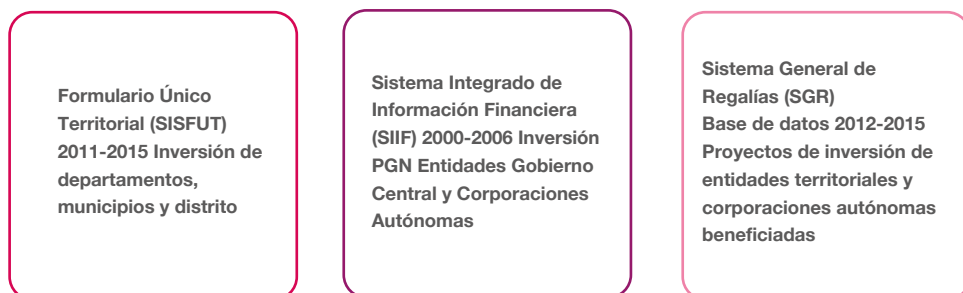
4.2. Esfuerzos del sector público y privado en inversión verde en Colombia

En vista de la necesidad del país por seguir incorporando dentro de sus políticas acciones encaminadas a mitigar los efectos del cambio climático¹⁴ y otros desafíos medioambientales, y dada la participación creciente en diferentes acuerdos y compromisos internacionales, el financiamiento verde debe ir acompañado del sector público, como principal actor involucrado en la inversión y uso de instrumentos verdes.

¹⁴ Según cifras del DNP (2018) "la temperatura media de Colombia ha aumentado cerca de un grado en los últimos 70 años (desde 24,4 grados en 1940 a 25,4 grados en 2016) y seguirá incrementándose". Además, el Departamento proyecta disminuciones importantes de hasta 30% en las precipitaciones en el Caribe y la Amazonia y aumentos promedio de hasta 20% en la región Andina durante los próximos 20 años. Lo anterior resulta importante pues según datos del DNP (2018), 88% de los desastres naturales que han ocurrido en Colombia entre 1998 y 2017 son de origen hidrometeorológico, con costos aproximados de 2,0% del PIB para el Fenómeno de la Niña ocurrido entre 2010-2011 y de 0,6% del PIB para el Fenómeno del Niño de 2015-2016. Adicionalmente, la no adaptación del país al cambio climático implica una pérdida de 0,5% del PIB.

En el reporte Climate Public Expenditure and Institutional Review (CPEIR, por sus siglas en inglés) para Colombia apoyado por SISCLIMA, DNP, Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD), ONU, con colaboración de otras organizaciones nacionales (públicas y privadas) e internacionales, se destaca que el gasto público que se asocia a mitigar los impactos del cambio climático¹⁵ en el país comenzó a implementarse mediante los siguientes pasos: “(i) diagnóstico de iniciativas existentes de medición de financiamiento climático en Colombia, (ii) revisión de metodologías internacionales y de la política nacional, y (iii) consolidación de las actividades que contribuyen a propósitos de mitigación de Gases de Efecto Invernadero (GEI) y adaptación al cambio climático”. Así, el gasto público total direccionado a combatir los efectos del cambio climático que se ejecutan con cargo al Presupuesto General de la Nación (PGN), pasó a los presupuestos de gobierno subnacionales y a aquellos ejecutados por las corporaciones ambientales con financiación en regalías. La información (conceptos, rubros, programas y proyectos) se capturó a partir de tres fuentes mencionadas a continuación (Gráfico 11) (SISCLIMA y DNP, 2018).

Gráfico 11. Sistemas de información consultados para identificar inversiones públicas

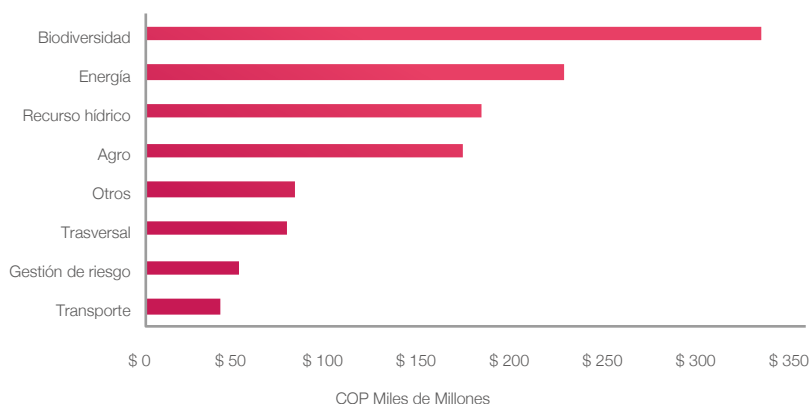


Fuente: SISCLIMA y DNP.

Las necesidades de financiamiento del país en temas relacionados al cambio climático para cumplir solo la meta de mitigación ascienden a COP \$3,1 billones anuales, de los cuales el 38% corresponden a inversión pública doméstica (COP \$1,2 billones). Con base en información del SISCLIMA y DNP (2018), la inversión promedio anual entre 2011-2017 fue de COP \$543.000 millones, por lo que se cuenta con una brecha de más del 50% de la inversión requerida. Para la meta de adaptación, la inversión promedio para el mismo periodo de tiempo ascendió a COP \$654.000 millones, ajustándose también por debajo de inversión proyectada cercana a los COP \$1,4 billones. A continuación, se presentan la inversión conjunta (mitigación y adaptación) por sector para el año 2017 (Gráfico 12).

¹⁵ Dichas acciones incorporan no solamente rubros que en su denominación tengan de manera explícita relación con la mitigación o adaptación, sino también los que se asocien con las actividades indicativas.

Gráfico 12. Recursos públicos destinados al cambio climático por sector (2017)



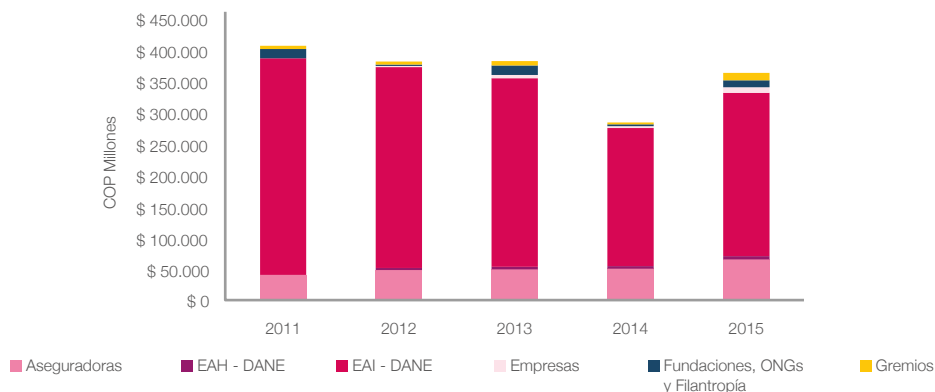
Fuente: SISCLIMA y DNP (2018).

Ahora bien, el sector privado también empezó a jugar un rol importante en el financiamiento del cambio climático en el país. Según el SISCLIMA y el DNP (2018) se identificaron cinco categorías de fuentes de financiamiento privado: (i) sector real, (ii) sector bancario, (iii) sector asegurador; (iv) filantropía y entidades sin ánimo de lucro; y (v) Organizaciones no gubernamentales (ONG)¹⁶. Dichas fuentes se categorizaron en sumables y no sumables. Las sumables están compuestas por la industria manufacturera, hoteles, gremios, entidades sin ánimo de lucro, seguro agro e industria, mientras que las fuentes no sumables capturaron la banca de segundo piso, banca comercial y beneficios tributarios.

Así, para el periodo 2011-2015 el agregado de las cifras del estudio arrojó un total de COP \$1,8 billones, que equivalen a un promedio anual de inversión de COP \$0,36 billones, cifra que corresponde al 0,04% del PIB de Colombia para el año 2016. El mayor monto de financiación de las fuentes sumables procede de la Encuestas Ambiental Industrial (EAI) del DANE, que incorpora el 81% del total de la inversión (Gráfico 13) (SISCLIMA y DNP, 2018)¹⁷.

¹⁶ Cabe mencionar que las fuentes analizadas, aunque no representan el universo total de la inversión privada del país, permitieron caracterizarla y realizar estimaciones generales por fuente o sector (SISCLIMA y DNP, 2018).

¹⁷ Esta inversión corresponde a “aquella que realizan las compañías para dar cumplimiento a la normativa ambiental vigente en relación con la protección del aire, el agua y el clima, la gestión de las aguas residuales, el manejo de residuos y la protección de la biodiversidad” (SISCLIMA y DNP, 2018).

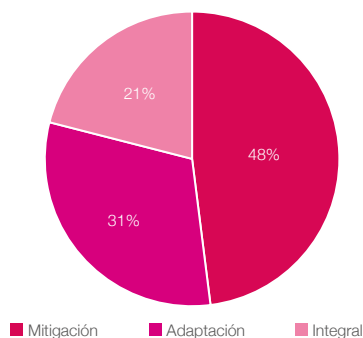
Gráfico 13. Inversión dirigida a cambio climático por fuente de información sumable (2011-2015)

Fuente: SISCLIMA y DNP (2018).

Respecto a las actividades en las cuales está concentrada la inversión de los diferentes sectores que componen las fuentes sumables, para el mismo periodo, la industria manufacturera destinó COP \$0,5 billones, lo cual corresponde a 28% del total de las fuentes sumables. Dicha inversión se realizó principalmente en acciones tendientes a proteger el medio ambiente y los recursos naturales, así como a actividades encaminadas a mejorar la eficiencia de los procesos industriales (inversiones en maquinaria, planta y equipo para control de emisiones atmosféricas en respuesta a las normas de calidad de aire y la adopción de los estándares máximos permisibles de emisiones por actividad industrial. Además, responde a los beneficios tributarios vigentes para inversiones en control y mejoramiento ambiental) (SISCLIMA y DNP, 2018).

En términos generales, la inversión realizada por las fuentes sumables muestra una repartición equilibrada entre acciones de mitigación de gases efecto invernadero (GEI), acciones de adaptación y acciones con enfoque integral que se atribuyen a ambos tipos de enfoque (Gráfico 14).

Al respecto, la literatura considera que este “es un escenario deseable frente a los objetivos de política nacional de cambio climático y a las líneas estratégicas de la Contribución Nacionalmente Determinada (NDC, por sus siglas en inglés) que plantean la necesidad de establecer sinergias entre ambos enfoques y de llegar a una mejor articulación de las acciones” (MADS 2015, 2017).

Gráfico 14. Distribución de la inversión privada según enfoque (2011-2015)

Fuente: SISCLIMA y DNP (2018).

4.2.1. Financiamiento y productos verdes en Colombia

Dados los esfuerzos del sector público y privado en invertir cada vez más en temas relacionados al cambio climático y la sostenibilidad en el país, otros agentes han visto la necesidad de sumarse a dicho compromiso. Este es el caso del sector bancario local, el cual se ha consolidado en los últimos años en un actor esencial en el desarrollo de productos verdes encaminados al financiamiento de proyectos con beneficios ambientales.

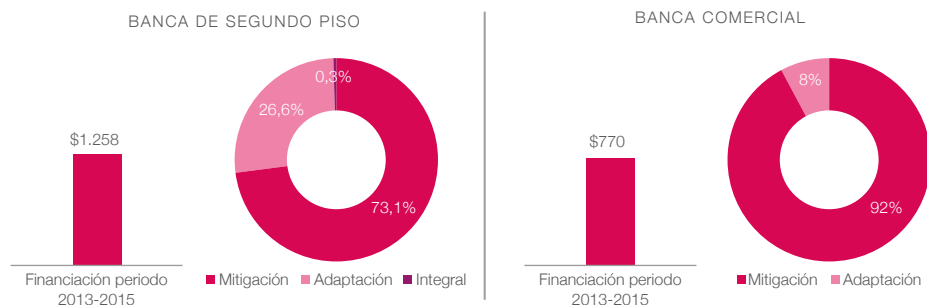
Según cifras del SISCLIMA y DNP (2018), los recursos desembolsados por bancos comerciales para el periodo 2013 – 2015 fueron COP \$769.760 millones. De estos, se prevé que la participación de los desembolsos en líneas verdes para dicho periodo correspondió a COP \$1,65 billones, de los cuales se destinaron COP \$1,52 billones a mitigación (Gráfico 15). Entre tanto, para el periodo 2011-2015 los recursos desembolsados al sector privado por parte de la banca de segundo piso (Bancóldex y Findeter)¹⁸ para financiar actividades orientadas a cambio climático fueron de COP \$0,98 billones de pesos, de los cuales, los proyectos relacionados con transporte¹⁹ y energía²⁰, representan cerca de dos terceras partes de la financiación. El valor desembolsado a través de líneas verdes de las dos entidades en 2015 constituye el 8% del total de recursos movilizados por ambas bancas de segundo piso en dicho año.

¹⁸ Según el CPEIR en el análisis no se incluyeron cifras de Finagro (tercer banco estatal de segundo piso) dado que no se contaba con cifras disponibles (SISCLIMA y DNP, 2018).

¹⁹ Especialmente buses eléctricos e híbridos.

²⁰ Principalmente estudios para construcción de pequeñas centrales hidroeléctricas y energías renovables.

Gráfico 15. Financiación en cambio climático proveniente de la banca
(Cifras COP Miles Millones)



Fuente: SISCLIMA y DNP (2018).

Otro de los actores que juegan un rol muy relevante dentro del sector financiero es el sector asegurador. Diversos estudios de organismos como la Oficina de las Naciones Unidas para la Reducción del Riesgo de Desastres (UNISDR, por sus siglas en inglés) (2015), el BID y la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), señalan que Colombia es uno de los países con uno de los niveles más altos de riesgo catastrófico en América Latina, por lo que la vulnerabilidad y los costos asociados a dichos eventos (terremotos, inundaciones, vientos ciclónicos, mareas de tormentas, entre otros) es bastante alto. De acuerdo con el BID y la CEPAL (2012) el Fenómeno de La Niña 2010-2011 implicó pérdidas para el país cercanas a los COP \$11 billones (lo cual fue equivalente al 2% del PIB en 2011), de los cuales solo estaban asegurados COP \$88.000 millones (Swiss Re, 2012).

De esta forma, “la transferencia del riesgo es uno de los aspectos clave para la adaptación ante los riesgos climáticos como parte de la gestión del riesgo empresarial, y juega un papel fundamental para el agro por tratarse de uno de los sectores más vulnerables ante eventos de origen hidrometeorológico” (SISCLIMA y DNP, 2018). Según cifras del estudio, para el periodo 2010–2015, los agricultores invirtieron COP \$65.751 millones, mientras que el gobierno destinó COP \$121.837 millones en la subvención de dichas primas, lo que equivale a una proporción de inversión público-privada de 35%-65%.

Ahora bien, pese a que los montos asegurados siguen siendo muy bajos, la tasa de crecimiento y la penetración del seguro en el periodo 2010 y 2015 es significativo. La tasa de crecimiento fue de 282%; y se incrementó el número de hectáreas aseguradas en un 337% pasando de 42.800 Ha en 2010 a 186.884 Ha en 2015²¹. Para 2015 “solo siete aseguradoras en el país que representaban el 48,7% del mercado ofrecían en su portafolio seguros para el agro” (SISCLIMA y DNP, 2018). De otro lado, las cifras de inversión del sector privado a través de este tipo de seguros están rigurosamente relacionadas con los riesgos asociados al clima. Para el periodo 2011–2015 la cifra ajustó COP \$187.779 millones, con un índice de penetración para todo el sector de apenas 2,7% para 2015.

²¹ Pese a ello, la tasa entre las hectáreas cultivadas frente a las hectáreas aseguradas fue de apenas 1,76% en promedio en el periodo 2010-2015, cifra que sigue siendo muy baja en comparación con países como Argentina, México y Brasil (Bravo y Camargo, 2013).

A continuación, se presentan las acciones y productos financieros verdes que se han venido desarrollando en Colombia en los años recientes por parte del sector privado, público y financiero con el objeto de contribuir mediante este financiamiento al desarrollo sostenible del país.

En 2018 fueron 11 las empresas colombianas que ganaron el derecho de ser incluidas en el DJSI: (i) Bancolombia, (ii) Banco Davivienda, (iii) Almacenes Éxito, (iv) Grupo Nutresa, (v) Grupo Argos, (vi) Cementos Argos, (vii) Grupo de Inversiones Suramericana, (viii) Celsia SA ESP, (ix) Interconexión Eléctrica SA ESP (ISA), (x) Avianca Holdings y (xi) el Grupo Energía Bogotá. De acuerdo con información publicada por el Diario La República (2018), en esta oportunidad Bancolombia fue clasificado como el banco más sostenible del mundo; mientras que Grupo Nutresa obtuvo la posición como la segunda compañía de alimentos con el mejor índice de sostenibilidad entre todas las empresas del sector analizadas a nivel global.

Para alcanzar esta posición, Bancolombia mantiene políticas amigables con el medio ambiente que en 2018 incluyeron: oferta de líneas de crédito verde centradas en financiar proyectos de adaptación y mitigación al cambio climático; otorgar financiación cercana a COP \$3 mil millones para la primera planta de generación de energía con cascarilla de arroz en Colombia; mantener abiertos programas de capacitación en temas de sostenibilidad; su integración al programa Guatemala Green Building Council (GGBC, por sus siglas en inglés); además de llevar a cabo su segunda emisión de BV por un monto de COP \$300 mil millones, entre otros (Grupo Bancolombia, 2019). Asimismo, la compañía está adherida de manera voluntaria a marcos de sostenibilidad ambiental como: Principios de Ecuador, United Nations Environment Programme Finance Initiative (UNEP/FI, por sus siglas en inglés), Mandato por el Agua, Principles for Responsible Investment (PRI, por sus siglas en inglés) y Protocolo Verde.

Otra de las compañías que pertenecen al índice es Nutresa. La mayor compañía de alimentos en Colombia centra sus actividades verdes en siete frentes principales: (i) reducción del consumo de agua; (ii) disminución de la generación de residuos; (iii) descenso en el consumo del material de empaque; (iv) aprovechamiento de residuos; (v) uso de energía más limpia; (vi) optimización del consumo de energía; y (vii) utilización de fuentes de suministro de energía certificada como cero emisiones de gases de efecto invernadero. Esto implicó para la empresa inversiones cercanas a los COP \$30 mil millones en programas de gestión ambiental en Colombia en 2018, y le permitió ser galardonada por quinto año consecutivo con la distinción categoría Plata de SAM²² en su más reciente Anuario de Sostenibilidad (Grupo Nutresa, 2019).

Con respecto a las demás compañías colombianas incluidas en el índice, Cementos Argos, filial de Grupo Argos, continúa con la implementación de su programa de sacos verdes, “en el cual se recolectan y reciclan los sacos de cemento para utilizarlos como materia prima en otras industrias como las de fibrocemento o cartón” (Cementos Argos, 2019). Entretanto, otra de las compañías subordinadas del Grupo Argos, Celsia SA, llevó a cabo en 2018 a través de su filial EPSA “la primera emisión de BV del sector real en Colombia” (Grupo Argos, 2019), por un monto de COP \$420 mil millones, y cuyos

²² RobecoSAM, fundada en 1995, es un especialista de inversiones centrado exclusivamente en proyectos sostenibles (RobecoSAM, 2019).

recursos serán utilizados “para financiar el desarrollo de proyectos de energía renovable no convencional” (Celsia, 2019).

De otro lado, el Banco Davivienda financió en 2018 “proyectos con beneficio ambiental en Colombia por COP \$907 mil millones, entre BV, recursos propios y recursos de redescuento” (Banco Davivienda, 2019). Entretanto, el Grupo de Inversiones Suramericana sumó el año pasado inversiones por USD \$5.738 millones en temáticas de BV, sociales, naranjas, entre otros (Grupo Sura, 2019). En cuanto a Almacenes Éxito, en 2018 la compañía se comprometió a reducir en un 20% su huella de carbono al año 2021, además pertenece al esquema BancCO2²³ (Grupo Éxito, 2019). Avianca Holdings, por su parte, reportó gastos en 2018 por alrededor de USD \$966 mil asociados principalmente al manejo de residuos, análisis de laboratorio, monitoreos ambientales, herramientas y equipos de control de contaminación, auditorías de sistema y consultorías ambientales, entre otros (Avianca Holdings, 2019).

Con respecto a las dos empresas distribuidoras de energía colombianas incluidas en el DJSI, Interconexión Eléctrica SA (ISA) reportó en 2018 alrededor de COP \$32 mil millones en inversión ambiental en Colombia, destinada a proyectos de rescate de flora y fauna, compensación forestal, gestión de agua, monitoreos de electromagnetismo, arqueología y rescate y estudios de impacto ambiental (ISA, 2019). Finalmente, el Grupo de Energía de Bogotá cuenta con “un portafolio de compensaciones para cada uno de los 12 proyectos de transmisión de energía eléctrica que están en proceso de licenciamiento” (Grupo de Energía de Bogotá, 2019), diseñados junto al Instituto Alexander Von Humboldt. Dentro de estos proyectos se destacan la presentación ante el Ministerio de Ambiente y Desarrollo Sostenible el proyecto Bosques de Paz Tesalia-Alfárez; el proceso de restauración ecológica en el embalse Tominé; y “la compensación de 1.994 toneladas de CO2 equivalentes en plantaciones forestales al oriente de Colombia; certificadas por una institución acreditada por la Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático (UNFCCC)” (Grupo de Energía de Bogotá, 2019).

4.2.2. Desarrollo del mercado de BV en Colombia

En 2016 el país dio un gran salto en el desarrollo de productos verdes más innovadores. En línea con la experiencia internacional, Colombia se lanzó a la emisión de BV convirtiéndose en pionero en América Latina. En dicho año, Bancolombia se constituyó como el primer banco colombiano en realizar la primera emisión de este producto, por un valor de COP \$350.000 millones a un plazo de siete años, adquirida por la Corporación Financiera Internacional (IFC, por sus siglas en inglés), parte del Grupo Banco Mundial. Cabe decir que el banco fue el primer emisor del sector financiero privado en América Latina en emitir un bono verde, con una emisión en segundo mercado, cuyos recursos se destinaron en un 58% a proyectos de energía renovable y 42% a construcción verde (Grupo Bancolombia, 2018).

Siguiendo con el ejemplo de Bancolombia, en 2017 Davivienda emitió BV por un valor de COP \$433.000 millones a un plazo de diez años (adquirida por el IFC). En su momento,

²³ BancCO2 es una estrategia de pago por servicios ambientales, con la que empresas y personas pueden medir su huella de carbono y compensarla con dinero, que será recibido por familias que forman parte del programa y se dedican a cuidar los recursos naturales.

“el banco resaltó que utilizaría los recursos obtenidos para el financiamiento de proyectos relacionados con construcción sostenible, producción más limpia, eficiencia energética, y energías renovables (energía solar fotovoltaica, eólica, biomasa, hidráulica)” (Informe de Sostenibilidad Banco Davivienda, 2018), convirtiéndose en la mayor emisión de BV de una institución financiera privada en Latinoamérica (DataiFX, 2017).

En agosto de ese mismo año, el Banco de Comercio Exterior de Colombia S.A. (Bancóldex), realizó la primera emisión de BV en el mercado primario de Colombia por un valor de COP \$200.000 millones a un plazo de cinco años, la cual fue novedosa para el sistema financiero al ser la primera realizada en el mercado principal a través de la Bolsa de Valores de Colombia. Los títulos fueron estructurados con una cooperación técnica del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) con el apoyo del Climate Bond Initiative (CBI, por sus siglas en inglés) y recursos de la Secretaría de Estado para Asuntos Económicos de Suiza (SECO, por sus siglas en inglés). Adicionalmente, la emisión contó con la segunda opinión favorable de la firma independiente Sustainalytics (Bancóldex, 2018a).

El objetivo de la emisión, además de desarrollar el mercado de capitales del país y contribuir al cumplimiento de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) (Anexo 1), fue sumar nuevos actores que creyeran en los beneficios de invertir en proyectos empresariales verdes diversificando la base de inversionistas tradicionales. El resultado fue la colocación de la totalidad de la emisión, con una demanda de 2,5 veces el valor subastado, a 78 inversionistas, entre ellos, institucionales, empresas, fundaciones y personas naturales.

Esta iniciativa, que hoy replican otros emisores en la BVC, hace parte de una profunda convicción del Banco por contribuir con el desarrollo sostenible de Colombia, a través de productos y servicios financieros diferenciados que apoyen a las empresas a mitigar el impacto de su actividad en el medio ambiente.

Por esto, con dicha emisión, Bancóldex consolidó su apuesta estratégica de impulsar el crecimiento de las compañías y el aumento de la productividad y la competitividad del sector empresarial colombiano, “a través de la promoción del uso racional de los recursos naturales y del bienestar de la sociedad en sus actividades presentes y futuras. De igual manera, la emisión buscó vincular al sector privado en la financiación de proyectos productivos que contribuyeran con la protección del medio ambiente, el uso eficiente de los recursos, y la mitigación y adaptación al cambio climático, con impacto tangible y medible” (Bancóldex, 2018a)²⁴.

Para la escogencia de los proyectos a financiar se tuvo en cuenta un criterio de elegibilidad que incluyó planes que tuvieran en cuenta el control de la contaminación y eficiencia de los recursos²⁵, transporte sostenible²⁶, eficiencia energética²⁷, energías renovables²⁸ y

²⁴ Además, dichos esfuerzos están en línea con las Contribuciones Nacionales Determinadas (INDC, por sus siglas en inglés) declaradas en el Acuerdo de París y en concordancia con la estrategia de sostenibilidad de Bancóldex.

²⁵ Estos proyectos incluyen dentro de sus criterios la construcción, instalación y operación de sistemas de control y monitoreo del proceso productivo para la prevención y mitigación de los efectos negativos de la actividad empresarial sobre el medio ambiente.

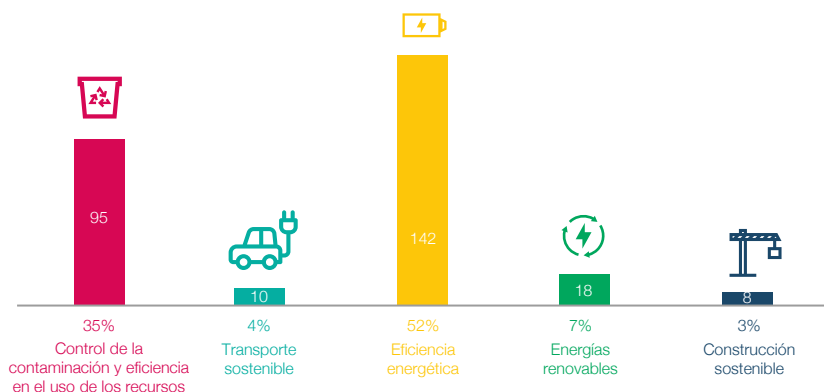
²⁶ Estos proyectos incluyen dentro de sus criterios la renovación, modernización y cambio modal en los sistemas de transporte hacia unos de cero o bajas emisiones.

²⁷ Estos proyectos incluyen dentro de sus criterios la optimización del consumo de energía eléctrica o térmica para mejorar los procesos productivos.

²⁸ Estos proyectos incluyen dentro de sus criterios la generación de energía eléctrica o térmica a partir de fuentes renovables como energía eólica, solar, biogás -de residuos de biomasa-, pequeñas centrales hidroeléctricas con capacidad menor a 10 MW y geotérmica.

construcción sostenible²⁹. De los 273 proyectos financiados, el 51% de los recursos se destinaron a eficiencia energética (Gráfico 16).

Gráfico 16. Distribución de los 273 proyectos según criterios de elegibilidad



Fuente: Bancóldex (2018a).

En 2018, se realizó la publicación del Primer Informe Anual del Uso de los Recursos, que proporcionó a todos los actores interesados el detalle e impacto de las operaciones que se financiaron con los recursos obtenidos de la colocación de los BV. A continuación, se presenta el resumen de los resultados a corte del 19 de julio de 2018 (Gráfico 17).

Gráfico 17. Principales resultados del financiamiento a través de los bonos



Fuente: Bancóldex (2018a).

²⁹ Estos proyectos incluyen dentro de sus criterios el diseño y construcción de edificaciones que cumplan los parámetros y lineamientos de construcción sostenible para el ahorro de agua y energía, de acuerdo con la guía de Construcción Sostenible que establece la Resolución 0549 de 2015 del Ministerio de Vivienda, Ciudad y Territorio.

Los principales resultados del impacto de los proyectos financiados por los BV Bancóldex se resumen en el gráfico 18:

Gráfico 18. Impacto de los proyectos financiados por los BV



Fuente: Bancóldex (2018a).

Con datos consolidados de todo 2018 el Banco financió más de USD \$343.723 millones en líneas dirigidas exclusivamente a proyectos verdes de desarrollo sostenible y eficiencia energética del sector empresarial, lo cual representó un sobrecumplimiento de la meta de 264%. Adicionalmente, frente a 2017 se registró un crecimiento del 628% en líneas dirigidas al sector empresarial para mitigar el impacto del cambio climático. De igual forma, el Banco promovió la política de no financiar medios de transporte que utilicen combustibles contaminantes como el diésel, sentando así un precedente en el sector financiero, para contribuir al mejoramiento de la calidad del aire (Bancóldex, 2018b).

Hacia adelante, Bancóldex se mantiene comprometido con la financiación de estos proyectos, no solamente con las líneas de crédito verde sino con el acompañamiento al empresario desde la asistencia técnica, estructuración, valoración y diagnóstico de los proyectos, siempre acompañados por aliados como el Fondo de Tecnología Limpia (CTF, por sus siglas en inglés).

Ahora bien, en 2018 y luego de su exitosa colocación en 2016 Bancolombia realizó su segunda emisión de BV, esta vez en el mercado primario por un monto de COP \$300.000 millones a un plazo de tres años. La emisión tuvo una demanda total de COP \$565.516 millones, equivalente a 2,85 veces el monto ofrecido (COP \$200.000 millones), en la cual participaron más de 170 inversionistas entre personas jurídicas y naturales. De acuerdo con cifras de la entidad, “hasta el 31 de diciembre de 2017, Bancolombia ha financiado 114 proyectos de eficiencia energética, energía renovable, producción más limpia y construcción sostenible por COP \$346.224 millones y ha acompañado a 500 clientes en temas de negocios amigables con el medio ambiente” (Grupo Bancolombia, 2018).

Finalmente, el año pasado se realizó la primera emisión de BV por parte de una entidad del sector real, EPSA S.A., compañía que emitió COP \$420.000 millones a un plazo de

12 años. Esta emisión fue adquirida por el IFC y la Financiera de Desarrollo Nacional (FDN). La emisión financió “proyectos de generación de energía con fuentes renovables no convencionales con los cuales se evitará la emisión de 3,44 millones de toneladas de CO2 a la atmósfera en los 30 años de vida útil, que equivale al CO2 que capturan 570 millones de árboles en el mismo periodo de tiempo o a reforestar cerca 512.000 hectáreas de bosque” (Celsia, 2018).

5. Conclusiones

5.1. Retos principales del financiamiento verde.

Aunque los beneficios del financiamiento verde son claros, de acuerdo a la SSE (2018) y al G20 (2018), existen diversos desafíos que aún no permiten una profundización mayor, que logre fomentar la promoción y la inversión en productos verdes, así como la transformación ecológica de los mercados financieros. Algunos de estos son: (i) oferta insuficiente para satisfacer la demanda de los inversionistas, (ii) liquidez insuficiente de productos verdes, (iii) confusión de terminología³⁰, (iv) limitación de capacidad operacional de las plataformas de negociación y bolsas de valores, (v) obstáculos reglamentarios, (vi) asimetría de información debido a la escasa disponibilidad de datos e información relevante³¹, (vii) desajuste de vencimiento para préstamos verdes³², (viii) aplicación limitada de los principios bancarios sostenibles³³.

Complementando los retos antes descritos, el G-20 (2016) resalta los siguientes:

Tabla 2. Oportunidades para el financiamiento verde

1. Proporcionar estrategias y marcos de política claros.
2. Promoción de principios voluntarios para las finanzas verdes.
3. Expansión de plataformas para el desarrollo de capacidades basadas en el conocimiento, como una red de operaciones bancarias sostenibles.
4. Desarrollo de los mercados locales de bonos verdes .
5. Cooperación internacional con el fin de facilitar las inversiones transfronterizas en bonos verdes.
6. Desarrollo de nuevas metodologías relacionadas con el análisis de riesgo y la gestión ambiental en el sector financiero.
7. Medición de las actividades de financiamiento verde y su impacto sobre la economía.

Fuente: G20's Green Finance Study Group.

³⁰ Para muchos actores involucrados aún no es claro qué comprende el término “verde”.

³¹ Muchos inversionistas están interesados en invertir en proyectos y/o activos verdes, pero la falta de divulgación de información ambiental de las empresas aumenta los “costos de búsqueda” para los activos y el financiamiento verde, reduciendo su atractivo.

³² Algunos bancos están limitados en su capacidad o interés en otorgar préstamos a largo plazo debido al vencimiento relativamente corto del lado del pasivo de sus balances y la necesidad de evitar la transformación de vencimientos excesivos. Además, proyectos verdes como el tratamiento de agua y residuos, energía limpia y transporte limpio que tienen una naturaleza de inversión de largo plazo, cuentan con niveles de capex mucho más altos y de gasto operacional mucho más bajos frente a proyectos convencionales.

³³ Pese a que existen iniciativas voluntarias sobre banca sostenible, algunas envuelven principios bancarios sostenibles, cuya aplicación sigue siendo limitada debido a la falta de entendimiento sobre su importancia, la poca consistencia entre el manejo del riesgo y las directrices de préstamos verdes, y la ausencia de prácticas de reporte, lo que hace difícil medir el desempeño de dicho producto.

5.2. Desafíos y oportunidades del financiamiento verde en Colombia

De acuerdo con diversos estudios y evidencia empírica local, el sector financiero sigue teniendo inmensas oportunidades en el cambio climático y el desarrollo sostenible para encontrar nuevos negocios mediante la diversificación de su portafolio de productos. Según el SISCLIMA y DNP (2018), “uno de los retos de financiamiento que tienen los bancos es desarrollar líneas de crédito enfocadas a la adaptación y a medidas integrales a las cuales le apunta la Política Nacional de Cambio Climático (PNCC)”.

Este desafío se impone como uno de los principales, dado que menos de la tercera parte del financiamiento proveniente de la banca de segundo piso en los últimos años se ha concentrado en acciones de adaptación, y tan solo el 8% de los proyectos rastreados de la banca comercial corresponden a trabajos que tienen alguna relación con esta clase de acciones.

En términos de actividades direccionadas con la adaptación que podrían ser financiadas, el SISCLIMA y DNP (2018) destacan a aquellas “relacionadas con agricultura de conservación o ecológica, apicultura, captadores de niebla, deshidratadores, estufas eficientes y sistemas de alertas tempranas, entre otras”. Además, y en relación con líneas estratégicas de la PNCC el sector público debería darle más prioridad a líneas que tienen que ver con el desarrollo minero-energético bajo en carbono y resiliente al clima promoviendo “mayores inversiones en el desarrollo y uso de energías renovables dentro de este sector que deberían verse reflejadas en inversiones importantes en los próximos años” (SISCLIMA y DNP, 2018).

En el campo privado las oportunidades también son amplias. Siguen siendo muy pocos los actores tanto del sector privado como del financiero que han aprovechado la necesidad de financiamiento para apoyar acciones de desarrollo sostenible mediante productos verdes. De esta forma, se hace imperante que más instituciones financieras repliquen la experiencia (más que exitosa) de aquellos bancos (públicos y privados) que han liderado esta clase de financiamiento en el país. Asimismo, es importante que estas mismas entidades continúen siendo los pioneros del financiamiento verde con nuevos productos y emisiones.

La evidencia internacional es cada vez más contundente a la hora de mostrar que en el futuro inmediato esta clase de productos y activos están tomando más fuerza, como respuesta a la necesidad de los inversionistas y empresarios de contribuir con el medio ambiente, no solo mediante sus propias acciones sino a través de las inversiones que realizan. Es por esto que el sector financiero del país, y en general, la región debería seguir sumando esfuerzos y aprovechando la oportunidad que el financiamiento verde trae consigo.

Como recomendaciones principales, aún existen barreras importantes que no permiten que los inversionistas locales, particularmente los institucionales incrementen su demanda por productos verdes. Por lo anterior, es imperante que esta clase de actores incorporen

las inversiones Environmental, Social and Governance (ESG, por sus siglas en inglés)³⁴ dentro de sus políticas de gestión de riesgo. Dicha política no solo incentivaría aún más a los emisores de este tipo de productos a generar mayores y nuevas colocaciones, sino que también potencializaría el perfil sostenible del inversionista hacia sus clientes, mejorando al mismo tiempo su gestión de riesgo.

Adicionalmente, aún hay un gran espacio para que los inversionistas institucionales además de incrementar su demanda, mediante la incorporación de las políticas antes planteadas, desarrollen productos de inversión colectiva (fondos, por ejemplo), donde se incluyan productos verdes y/o sociales. Lo anterior se constituye como una oportunidad para que sus clientes (personas naturales) no solo generen créditos financieros, sino que tengan incentivos para invertir en productos que tendrán un impacto ambiental y/o social positivo. Al respecto, la evidencia internacional sugiere que cada vez más los clientes retail sienten la necesidad de realizar inversiones que, además de generar utilidad, también contribuyan con el desarrollo sostenible de su entorno.

Sin duda el papel de los reguladores es clave para que este mercado se siga fortaleciendo en el país. Aunque el regulador ha venido indagando con los diferentes inversionistas sobre las políticas que están llevando a cabo para incrementar sus posiciones en productos verdes, realizando un mapeo sobre el estado actual de esta clase de inversiones en Colombia, existe la necesidad de que se empiece a exigir (particularmente a los inversores institucionales) políticas claras que incentiven a los administradores de portafolio a incluir productos verdes dentro de su oferta de servicios. Además, es importante que la valoración de esta clase de activos sea diferente a la de los instrumentos tradicionales, para que el inversionista pueda diferenciar dentro de sus portafolios los productos de forma más minuciosa, lo cual facilitaría desarrollar un mercado de valores más profundo en productos verdes.

Finalmente, el Gobierno desde las entidades que tienen a cargo la inversión de los recursos públicos podrían incentivar e impulsar aún más el desarrollo del financiamiento verde en Colombia, incorporando también desde sus políticas de inversión la demanda por esta clase de activos.

³⁴ Inversiones que incorporan factores ambientales, sociales y de gobernabilidad junto con factores financieros. Son consideradas inversiones sostenibles o inversiones socialmente responsables.

Anexos

Anexo 1. Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS)



Fuente: Naciones Unidas.

Referencias

- Arvizu, J. et al. (2007). *Registro histórico de los principales países emisores*. México: Instituto Nacional de Ecología. Recuperado de: <http://www2.ine.gob.mx/publicaciones/libros/437/arvizu.html>
- Asobancaria (2012). *Protocolo Verde - Documento Oficial*. Recuperado de: <https://www.asobancaria.com/wp-content/uploads/2017/11/Protocolo-Verde-Colombia.pdf>
- Avianca Holdings S.A. (2019). *Informe Anual 2018*. Recuperado de: http://s22.q4cdn.com/896295308/files/doc_financials/2018/AVH_-2018-Ab-4_compressed.pdf
- Banco Davivienda (2019). *Informe de Sostenibilidad 2018*. Recuperado de: https://www.davivienda.com/wps/wcm/connect/personas/6398f3ae-a431-4daa-a244-7cb560a28c35/DAV+info+Sostenibilidad+2018+14+Marzo+final.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE.Z18_NH941K82NG9J20QGP2BPTN39I7-6398f3ae-a431-4daa-a244-7cb560a28c35-mC1x61w
- Banco Interamericano de Desarrollo – BID (2018). *Guarantees for Green Markets. Potential and Challenges*. Recuperado de: <https://publications.iadb.org/en/guarantees-green-markets-potential-and-challenges>
- Banco Interamericano de Desarrollo – BID (2019). *Transforming Green Bond Markets Using Financial Innovation and Technology to Expand Green Bond Issuance in Latin America and The Caribbean*. Recuperado de: https://www.greenfinancelac.org/wp-content/uploads/2019/05/Transforming_green_bonds_marketing_vs2_web.pdf
- Banco Mundial (2009). *The World Bank Group Guarantee*.
- Banco Mundial (2018). *Green Bond Impact Report 2018*. Washington. Recuperado de: <http://pubdocs.worldbank.org/en/632251542641579226/report-impact-green-bond-2018.pdf>
- Bancóldex (2018a). *Primer reporte de bonos verdes*. Recuperado de: https://www.bancoldex.com/sites/default/files/11019_reporte_de_bonos_verdes_-_bancoldex_2018.pdf
- Bancóldex (2018b). *Reporte anual 2018*. Recuperado de: <https://www.bancoldex.com/sobre-bancoldex/quienes-somos/informacion-de-interes-para-accionistas-e-inversionistas/informes-anuales-792>
- BlackRock (2018). *¿Qué es un ETF?* Recuperado de: https://www.blackrock.com/co/recursos/educacion/centro-de-aprendizaje-sobre-etf/que-es-un-etf?cid=ppc:ishares_co:google:what-is-etf&gclid=EAlalQobChMIsZfig5fG4glVDi2GC h2XAQqUEAAYASAAEgla_fd_BwE&gclid=aw.ds

- Bloomberg New Energy Finance (2019). *What Are Green Bonds and How 'Green' Is Green?*. Recuperado de: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-03-24/what-are-green-bonds-and-how-green-is-green-quicktake>
- Bravo, J & Camargo R, (2013). *El seguro agropecuario, estado actual en Colombia*. Recuperado de: <https://revistas.lasalle.edu.co/index.php/gs/article/viewFile/2268/2065>.
- Celsia (2018). *Epsa primera compañía del sector real en Colombia en emitir bonos verdes para financiar proyectos de energía solar con el apoyo de la IFC y la FDN*. Recuperado de: <https://www.celsia.com/es/sala-prensa/Epsa-primera-compa241237a-del-sector-real-en-Colombia-en-emitir-bonos-verdes-para-financiar-proyectos-de-energ237a-solar-con-el-apoyo-de-la-IFC-y-la-FDN>
- Celsia (2019). *Reporte Integrado 2018*. Recuperado de: https://www.celsia.com/Portals/0/Documentos/Reporte_%20Integrado_%20Celsia_2018.pdf?v=2
- Cementos Argos (2019). *Reporte Integrado 2018*. Recuperado de: <https://www.grupoargos.com/uploads/170519045929ReporteIntegradoGrupoArgos2018.pdf>
- Climate Bonds Initiative (2018). *Green Bonds: The State of the Market 2018*. Londres. Recuperado de: https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_gbm_final_032019_web.pdf
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), 2012. *Valoración de daños y pérdidas Ola invernal en Colombia 2010-2011*.
- DataiFX (2017). *Davivienda emitió bonos verdes por \$433.000 millones en el mercado local*. Recuperado de: <https://www.dataifx.com/noticias/davivienda-emit%C3%B3-bonos-verdes-por-433000-millones-en-el-mercado-local>
- De Oloqui, F. (2013). *Public Development Banks: Toward a New Paradigm?* Recuperado de: <https://publications.iadb.org/en/public-development-banks-toward-new-paradigm>
- Diario La República (2018). *Bancolombia, el banco más sostenible del mundo según índice Dow Jones*. Recuperado de: <https://www.larepublica.co/empresas/el-banco-mas-sostenible-del-mundo-es-colombiano-2770902>
- Departamento Nacional de Planeación - DNP. (2013). *Hoja de Ruta para la elaboración de los planes de adaptación dentro del Plan Nacional de Adaptación al Cambio Climático*. Recuperado de: <https://colaboracion.dnp.gov.co/CDT/Ambiente/PNACC%202013%20hoja%20ruta.pdf>

- Departamento Nacional de Planeación - DNP (2018). *La agenda de cambio climático en Colombia y el rol del financiamiento*. Recuperado de: https://colaboracion.dnp.gov.co/CDT/Ambiente/Finanzas%20del%20Clima/PPT%20Evento%20Finanzas%20Clima_15Nov2018.pdf
- Departamento Nacional de Planeación - DNP. (2019). *Plan Nacional de Adaptación*. Recuperado de: <https://www.dnp.gov.co/programas/ambiente/CambioClimatico/Paginas/Plan-Nacional-de-Adaptacion.aspx>.
- Economic Commission for Latin America and the Caribbean - ECLAC. (2017). *The rise of green bonds: Financing for development in Latin America and the Caribbean*. Washington D.C: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). Recuperado de: https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/42230/1/S1700985_en.pdf
- Ehlers, T. & Packer, F. (2016). *Green Bonds – certification, shades of green and environmental risks*. Bank for International Settlements, 1-4.
- European Commission (2015). *EU ETS Handbook*. Recuperado de: https://ec.europa.eu/clima/sites/clima/files/docs/ets_handbook_en.pdf
- G20 Green Finance Study Group, (2016). *G20 Green Finance Synthesis Report*. Recuperado de: http://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2016/09/Synthesis_Report_Full_EN.pdf
- Global Environment Facility - GEF. (2018). *Introduction to Green Finance*. Recuperado de: <https://www.thegef.org/sites/default/files/events/Intro%20to%20Green%20Finance.pdf>
- Grupo Argos (2019). *Reporte Integrado 2018*. Recuperado de: <https://www.grupoargos.com/uploads/170519045929ReporteIntegradoGrupoArgos2018.pdf>
- Grupo Bancolombia (2018). *Bancolombia emite \$300.000 millones en bonos verdes para impulsar la inversión sostenible en el país*. Recuperado de: <https://www.grupobancolombia.com/wps/portal/acerca-de/sala-prensa/noticias/responsabilidad-social-ambiental/bancolombia-emite-300000-millones-en-bonos-verdes>
- Grupo Bancolombia (2019a). *Informe de Crecimiento Rentable y Sostenible 2018*. Recuperado de: https://www.grupobancolombia.com/wps/wcm/connect/d6183bda-e54f-4956-a77a-723a23ab56b9/Crecimiento_rentable.pdf?MOD=AJPERES&CVID=mCyJyAB
- Grupo Bancolombia (2019b). *¿Qué es BanCO2?* Recuperado de: https://www.grupobancolombia.com/wps/portal/acerca-de/informacion-corporativa/historias-que-transforman/historias-ambientales/protegemos-recursos-naturales-con-apoyo-banco2?gclid=EALaIqobChMlxt35lqt4glVIFqGCh2VAQOoEAAYASAAEgImwFD_BwE

- Grupo Energía de Bogotá (2019). *Informe de Sostenibilidad 2018*. Recuperado de: <https://www.grupoenergiabogota.com/sostenibilidad/informes-de-gestion-sostenible>
- Grupo Éxito (2019). *Informe Integrado 2018*. Recuperado de: <https://www.grupoexito.com.co/phocadownload/asambleas/2018/marzo/Informe-integrado-Grupo-Exito-2018.pdf>
- Grupo Nutresa (2019). *Informe Integrado 2018*. Recuperado de: <https://s3.amazonaws.com/grupo-nutresa/wp-content/uploads/2019/04/02172007/informe-integrado-grupo-nutresa-2018.pdf>
- Grupo Sura (2019). *Informe Anual 2018*. Recuperado de: <https://www.gruposura.com/wp-content/uploads/2019/03/SURA-Grupo-Informe-Anual-2019-ESP-270319.pdf>
- Höhne K. et al (2012), Mapping of Green Finance. Publicado por IDFC 2011. Ecofys.
- HR Ratings (2017). *Green Bonds Rating Methodology*. México. Recuperado de: <https://www.cbd.int/financial/greenbonds/mexico-bondsrating2017.pdf>
- Instruments 1990–2007. An Independent Evaluation. Washington, DC: World Bank.
- Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. - ISA - (2019). *Reporte Integrado 2018*. Recuperado de: <http://www.isa.co/es/sala-de-prensa/Documents/nuestra-compania/informes-empresariales/informe%202019/Reporte%20Integrado%20ISA%202018.pdf>
- International Capital Market Association - ICMA (2018). *Green Bond Principles*. Paris. Recuperado de: <https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/green-bond-principles-gbp/>
- Levitsky, J. (1993). *Credit Guarantee Funds and Mutual Guarantee Systems*. *Small Enterprise Development*, 4(2), 4-15.
- LLic, B. et al (2018). *Green financing for environmental protection and sustainable economic growth – a comparison of Indonesia and Serbia*. *Progress in Economic Sciences*, 5, 181-200.
- MADS (2015). *Contribución Prevista y Determinada a Nivel Nacional Bogotá D.C.* Recuperado de: <http://www.minambiente.gov.co>
- MADS (2017). *Política Nacional de Cambio Climático*. Recuperado de: <http://www.minambiente.gov.co/index.php/politica-nacional-de-cambio-climatico-2#politica-nacional-de-cambio-climatico-pncc>
- Microfinanzas para la Adaptación basada en Ecosistemas - MEBA (2019). *Adaptación y mitigación*. Recuperado de: <http://unepmeba.org/definiciones/adaptacion-y-mitigacion/>

- Naciones Unidas (1992). *United Nations Climate Change*. Recuperado de: https://unfccc.int/files/essential_background/background_publications_htmlpdf/application/pdf/convsp.pdf
- Naciones Unidas (2015). *Convención Marco sobre el Cambio Climático. Aprobación del Acuerdo de París*. Recuperado de: <https://unfccc.int/resource/docs/2015/cop21/spa/109s.pdf>.
- Naciones Unidas (2017). *Financial Centre Action for Sustainability Accelerates*. Recuperado de: <http://unepinquiry.org/news/financial-centre-action-for-sustainability-accelerates/>
- Naciones Unidas (2019a). *United Nations Climate Change. What is the United Nations Framework Convention on Climate Change?*. Recuperado de: https://unfccc.int/files/essential_background/background_publications_htmlpdf/application/pdf/convsp.pdf
- Naciones Unidas (2019b). *United Nations Climate Change. What is the Kyoto Protocol?* Recuperado de: <https://unfccc.int/process-and-meetings/the-kyoto-protocol/what-is-the-kyoto-protocol>
- Nassiry, D. (2018). *The Role of Fintech in Unlocking Green Finance: Policy Insights for Developing Countries*. Recuperado de: <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/464821/adbi-wp883.pdf>
- Pricewaterhouse Coopers Consultants (PWC) (2013). *Exploring Green Finance Incentives in China*, PWC. Recuperado de: <https://www.pwchk.com/en/migration/pdf/green-finance-incentives-oct2013-eng.pdf>
- RobecoSam (2018a). *Results Announced for 2018 Dow Jones Sustainability Indices Review*. Recuperado de: https://www.robecosam.com/media/b/6/6/b66bc8b1028ad8fcdfe55025e7cf5bdb_180913-media-release-robecosam-djsi-review-2018-en-vdef_tcm1016-14614.pdf
- RobecoSam (2018b). *DJSI 2018 Review Results, September 2018*. Recuperado de: https://www.robecosam.com/media/0/4/3/043cd016c8d1952fdd23ee4b2dac909d_review-presentation-2018_tcm1016-14658.pdf
- RobecoSam (2019). *About Us: We are Sustainability Investing*. Recuperado de: <https://www.robecosam.com/en/about-us/>
- Rodríguez, M. & Quintero, Y. (2013). *Marco de análisis del mecanismo de desarrollo limpio y las oportunidades del mercado de carbono para el desarrollo de Colombia. Producción + Limpia*. Vol 8 no. 1: (48-19).

- Rust, S. (2019). *Green finance: Financing environmental benefits*. Recuperado de: <https://www.ipe.com/reports/special-reports/green-finance/green-finance-financing-environmental-benefits/10029271.article>.
- SISCLIMA & DNP (2018). *Análisis del gasto público y privado e institucionalidad para el cambio climático – Caso Colombia*. Recuperado de: <https://colaboracion.dnp.gov.co/CDT/Ambiente/Finanzas%20del%20Clima/Documento%20CPEIR.pdf>
- Sustainable Stock Exchanges Initiative - SSE (2018). *How Stock Exchanges can Grow Green Finance: A Voluntary Action Plan*. Recuperado de: <http://www.sseinitiative.org/wp-content/uploads/2017/11/SSE-Green-Finance-Guidance-.pdf>
- SWISS Re, 2012. *Catástrofes de la naturaleza y grandes siniestros antropógenos en 2011: pérdidas históricas a consecuencia de terremotos e inundaciones sin precedentes*. Recuperado de: http://www.swissre.com/sigma/22012_Catastrofes_de_la_naturaleza_y_grandes_siniestros_antropogenos_en_2011__perdidas_historicas_a_consecuencia_de_terremotos_e_inundaciones_sin_precedentes_.html.
- UNISDR (2015). *Hacia el desarrollo sostenible: El futuro de la evaluación del riesgo de desastres: Evaluación global sobre la reducción del riesgo de desastres*. Ginebra (Suiza): Oficina de las Naciones Unidas para la reducción del riesgo de desastres (UNISDR).

CAPÍTULO V

Segunda Misión del Mercado de Capitales: retos a mediano y largo plazo

Autor: José Ignacio López Gaviria

1. Introducción

La Segunda Misión del Mercado de Capitales, instaurada por el Gobierno del presidente Iván Duque desde finales de octubre de 2018, tiene como objetivo analizar el funcionamiento del mercado de capitales en Colombia de manera comprehensiva, y con base en dicho diagnóstico plantear una agenda de cambios de corto, mediano y largo plazo que conduzcan a un mayor dinamismo del mercado de capitales doméstico.

Este capítulo discute los elementos más relevantes de la etapa de diagnóstico de la Segunda Misión del Mercado de Capitales con base en la literatura reciente sobre el tema y las memorias de los talleres de la Misión. Así mismo, plantea los temas prioritarios en los que se espera se enfoque la hoja de ruta de la Misión.

Como preámbulo a dicho análisis, se considera la importancia de un buen funcionamiento de los mercados financieros para el desarrollo económico, así como los principales logros de la Primera Misión del Mercado de Capitales de 1996.

Una discusión sobre la relevancia del mercado de capitales para el desarrollo del país es prerequisite fundamental para entender los posibles alcances de una agenda de reforma. En la medida que se entiendan las bondades de tener un mercado de capitales profundo y robusto, se pueden priorizar las acciones de política tendientes a su desarrollo.

2. La relevancia del mercado de capitales

Más allá de los aspectos conceptuales básicos sobre el mercado de capitales, la consideración de mayor importancia sobre este y, de forma más general, sobre el desarrollo del sistema financiero, es que este contribuye al crecimiento económico y al bienestar de las personas.

La literatura señala que un sistema financiero y un mercado de capitales que movilice y asigne efectivamente el ahorro nacional y que ayude a supervisar el uso de estos ahorros por parte de individuos y firmas es un pilar fundamental para el desarrollo de una sociedad (Levine, 2018). Si los mercados de capital, por ejemplo, no cuentan con un gobierno corporativo sólido, las decisiones de inversión de las empresas pueden responder a interés particulares y no a los de la firma, de tal manera que la asignación de recursos de la economía es ineficiente. El mercado de capitales y el sistema financiero, al encargarse de la asignación y distribución de recursos, de sus riesgos, monitoreo y control, son determinantes en la transformación de ideas en proyectos productivos, y por tanto en la productividad y desarrollo de una economía.

2.1. El desarrollo de mercados financieros y el crecimiento económico

Diferentes trabajos empíricos señalan que mejores sistemas financieros conducen a un crecimiento económico acelerado (Jayaratne & Strahan, 1996; Levine & Zervos, 1998; Rajan & Zingales, 1998). En particular, indicadores del mercado de valores como el tamaño del mercado (capitalización) y la liquidez (valor transado o turnover), e indicadores del desarrollo bancario, como la profundidad financiera (crédito bancario), predicen positivamente el crecimiento del producto, la acumulación de capital y el crecimiento de la productividad.

Otros trabajos muestran que el desarrollo financiero promueve el crecimiento vía una mejor asignación de recursos (Beck et al., 2000; Wurgler, 2000; Midrigan & Xu, 2014). Adicionalmente, los mercados financieros ayudan a promover la innovación tecnológica en la medida que permiten la conversión de ideas a proyectos productivos, permitiendo aumentar la productividad de un país (Laeven et al., 2015; Aghion et al., 2018).

2.2. Equidad y mercados financieros

Un mercado de capitales y un sistema financiero profundo, líquido y con reglas claras beneficia de manera relativa a las familias de menores ingresos al generar mayores oportunidades económicas de empleo (Beck et al., 2010). La evidencia también sugiere que sistemas financieros desarrollados mejoran las condiciones del mercado laboral al reducir las barreras al emprendimiento. Esto facilita la destrucción creativa de firmas, depurándolas y de esa manera generando un mercado más competitivo con mejores salarios y menos desempleo.

3. Sistema intermediado y mercado de capitales

Varios autores destacan que no solo el tamaño y el desarrollo del sistema financiero inciden en el crecimiento, sino que su estructura también es relevante (Gerschenkron 1962; Allen & Gale, 2000; Levine, 2002). Tanto la evidencia empírica como la teórica sugieren que el sistema financiero intermediado mediante créditos bancarios y el mercado de capitales son efectivos en su tarea de transformación de ahorro a inversión. Sin embargo, la literatura no es concluyente sobre si los mercados de intermediarios y los mercados accionarios son sustitutos o complementarios en sus funciones.

Levine (2002) sugiere que la estructura del sistema financiero no es relevante mientras el sistema funcione bien y sea capaz de suplir el capital a la economía. Algunos autores señalan que los sistemas bancarios, o de financiación intermediada, tienen la ventaja de contar con un análisis ex ante para evaluar la rentabilidad de los proyectos y un monitoreo ex post, que puede ayudar a disminuir las asimetrías de información asociadas al crédito financiero (Boot, 2000; Langfield & Pagano, 2016). Por esta razón, Greenwood

y Jovanovic (1990) sugieren que los intermediarios hacen una mejor elección de los prestatarios, lo cual incide positivamente en la eficiencia y el crecimiento.

Asimismo, la reducción en asimetrías de información entre prestatarios y prestamistas que logran los sistemas bancarios genera una mayor resiliencia de la economía frente a situaciones de crisis (Bolton et al., 2013). No obstante, la literatura también sugiere que los mercados accionarios líquidos y profundos generan los incentivos por parte de los inversionistas para adquirir información sobre la rentabilidad de las empresas. Adicionalmente, un sistema bancario concentrado puede llevar a que los bancos tengan incentivos a cobrar tarifas más altas a los proyectos rentables por su función de adquisición de información y monitoreo, de tal manera que se pierda la ventaja relativa del sistema de crédito intermediado frente al mercado de capitales (véase Hellwig, 1991).

Diferentes trabajos sugieren que los sistemas financieros basados en la banca tradicional pueden reducir el riesgo intertemporal, ya que los bancos, al ser entidades de larga existencia, permiten suavizar el crédito a lo largo del tiempo (Allen & Gale, 1997). Sin embargo, autores como Bernanke y Gertler (1989) encuentran que los préstamos bancarios suelen ser procíclicos. Langfield y Pagano (2016) proponen que un sistema fuertemente bancario aumenta el riesgo sistémico de la economía, especialmente durante fuertes expansiones o recesiones. En este caso, los sistemas financieros principalmente bancarios inciden negativamente en el crecimiento durante las fuertes crisis debido al mayor riesgo sistémico generado por la estructura financiera. En contraste, el mercado de capitales ayuda a disminuir el riesgo de concentración de capital al permitir a los inversionistas diversificar su portafolio y adquirir instrumentos financieros de cobertura (Levine 2005).

Adicionalmente, la literatura ha estudiado el efecto que tiene el sistema bancario y el mercado bursátil sobre el gobierno corporativo y la capacidad de la estructura financiera para influenciar en la administración de firmas y proyectos. Si el mercado accionario está altamente concentrado, el sistema político puede estar influenciado a favor de los grandes participantes (Morck, Wolfenzon y Yeung 2005).

La falta de consenso sobre las ventajas relativas de cada uno de los dos sistemas ha llevado a la literatura a buscar evidencia empírica sobre el efecto de la estructura del sistema financiero en el crecimiento. Allen y Gale (1998) encuentran que la estructura financiera depende del marco legal y, de forma más amplia, de las instituciones. En Alemania el sistema, principalmente bancario, o en Estados Unidos el mercado bursátil cumple de manera satisfactoria con sus funciones. En la misma línea, Chakraborty y Ray (2003) concluyen que la superioridad de alguna de las dos estructuras depende de la eficiencia que tiene el sistema legal del país.

Por otro lado, autores como Beck y Levine (2004) o Gambacorta et. al (2014) utilizan un panel para estimar la participación del mercado bancario y el mercado bursátil sobre el crecimiento y encuentran que ambos son relevantes. Por esta razón, Gambacorta et. al (2014) concluye que existe una complementariedad entre ambas estructuras financieras. Asimismo, Allen y Gale (2000) argumentan que el sistema financiero óptimo se compone

del desarrollo de ambas estructuras. Finalmente, Merton y Bodie (1995) desarrollan un marco conceptual con el cual determinan que la evolución del sistema financiero se desarrolla de forma de innovación en espiral, en la que tanto los mercados bursátiles como los intermediarios compiten entre ellos y se complementan de forma dinámica.

A partir de estos trabajos se ha construido un nuevo consenso sobre el cual prima la idea de que es necesario tener un desarrollo complementario del sistema de crédito intermediado y del mercado de capitales para maximizar el impacto positivo que tiene el sistema financiero en la innovación y el crecimiento económico.

4. El mercado de capitales en Colombia

Entendida la relevancia que tiene el mercado de capitales en el progreso de un país, es importante hacer un breve recuento del desarrollo del mercado de capitales en Colombia antes de discutir su diagnóstico actual.

4.1. Antecedentes relevantes

En la década de los 50, la decisión de convertir el Banco de la República en un banco de fomento, y la reforma tributaria de 1953, que introdujo ventajas tributarias a los instrumentos de deuda y complejizó la estructura impositiva de las sociedades anónimas, inició un largo periodo donde el mercado financiero presenció una fuerte intervención estatal y el Gobierno optó por favorecer el desarrollo de la banca en detrimento del mercado de capitales. Son varios los estudios que han evidenciado el efecto negativo que tuvo este modelo en el desarrollo del mercado bursátil¹.

Este modelo financiero acompañó el modelo de industrialización dirigida por el Estado, que no fue exclusivo de Colombia, sino que se extendió a otros países de la región impulsado por la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). Como resultado de esta visión de desarrollo, la política económica favoreció la creación de conglomerados económicos que tuvieran empresas financieras y del sector real, donde los bancos se encargaban de la financiación del resto de empresas del conglomerado.

La creación del sistema UPAC en 1973 también contribuyó a que el ahorro y la inversión estuvieran canalizados a través del sistema intermediado, atrayendo el ahorro financiero que antes se destinaba a títulos accionarios hacia cuentas indexadas.

Este modelo de desarrollo de los mercados financieros se extendió hasta mediados de la década de los 80, cuando la Ley 75 de 1986 introdujo varios cambios contables y tributarios con el propósito de incentivar la financiación de empresas mediante la emisión de acciones. A esta Ley le siguieron el Decreto 1321 de 1989 y la Ley de 1990, que derogaron el impuesto al patrimonio y de renta por motivo de valorización de acciones,

¹ Véase Hommes (1989), Ossa (1990), Steiner y Jaramillo (1994).

y todos los cambios institucionales asociados al cambio de modelo en procura de la internacionalización de la economía colombiana.

El nuevo modelo económico y la ola de reformas implementadas a comienzos de la década de los 90, que incluyó la creación del régimen pensional de ahorro individual en 1993, sirvieron como preámbulo a la última Misión del Mercado de Capitales que derivó en el fortalecimiento del mercado de títulos de deuda pública, la integración de las bolsas regionales en un único operador, la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), la creación de la Titularizadora Colombiana, la fusión de la Superintendencia Bancaria y la de Valores, la emisión de acciones de empresas comerciales del Estado como ISA, ETB, y años después, Ecopetrol e ISAGEN, entre otras medidas diseñadas para dinamizar el mercado de capitales colombiano.

Estos cambios institucionales, y una agenda permanente de reformas en la primera década de este siglo, redundaron en un aumento significativo de la profundidad del mercado de títulos de deuda pública y de la capitalización bursátil. Esta última, como porcentaje del PIB, pasó de un nivel cercano al 10% a comienzos del siglo XXI a un pico de 64,44% en 2010. Las emisiones de deuda privada se aceleraron a finales de la primera década de este siglo, superando la barrera de los COP \$10 billones en 2009. Estos avances no perduraron en la segunda década del siglo, haciendo que el volumen de negociación, el número de emisores, la capitalización como porcentaje del PIB, y las emisiones de deuda privada tuvieran un retroceso desde 2012.

El menor dinamismo del mercado accionario en años recientes coincidió con una serie de choques idiosincráticos al mercado colombiano, como el colapso en 2012 de Interbolsa, la mayor Sociedad Comisionista de Bolsa de Colombia en su momento, y la caída de los precios de petróleo en 2014, con su efecto negativo sobre el precio y valoración de Ecopetrol, así como en las finanzas públicas y el crecimiento.

4.2. El mercado de capitales desde la Primera Misión

La Primera Misión del Mercado de Capitales se constituyó mediante el Decreto 2352 de octubre de 1994 y presentó su informe final en mayo de 1996. La Misión fue precedida por importantes cambios institucionales, todos motivados en la búsqueda de promover el mercado de capitales como la liberalización de la inversión extranjera, la creación de las acciones preferenciales sin derecho a voto mediante la Ley 27 de 1990 y la introducción del marco regulatorio para titularización de activos en 1993 y la subsecuente Resolución 400 de 1995 de la Sala General de las Supervalores.

Esta ola de reformas que antecedieron a la Misión también incluyó la reforma financiera de 1990, la reforma al Código de Comercio en 1995 y la reforma al sistema pensional mediante la Ley 100 de 1993.

En este contexto, la Primera Misión se planteó como objetivo identificar acciones de política que condujeran a la desconcentración del mercado, a propender por una mayor integración internacional del mercado doméstico y a ampliar su tamaño.

Uno de los aspectos que la Primera Misión consideró más relevantes fue el desarrollo de un mercado de títulos públicos de renta fija (TES) con el fin, entre otros, de crear una curva de referencia para otros títulos públicos y privados. Como resultado de la hoja de ruta de la Misión, se expidió la Ley 384 de 1997, que estableció los requisitos de inversión de los TES Clase B, y derivó en la creación de los sistemas electrónicos de negociación: el SEN en 1998 y el MEC en 2001.

La primera Misión del Mercado de Capitales también propuso ampliar la oferta de títulos de renta variable mediante la salida a Bolsa de empresas mixtas del Estado. Esta propuesta motivó la democratización de empresas estatales como ocurrió con ISA en el año 2000, ETB en 2001, Ecopetrol en 2007 e Isagén en 2008. La Misión también propuso varios cambios institucionales como la fusión de la Superintendencia Bancaria y de la Superintendencia de Valores en la Superintendencia Financiera de Colombia, así como la creación de una entidad que se dedicara a la titularización de activos como quedó consignado en la Ley 546 de 1999 y que posteriormente permitió la creación de la Titularizadora Colombiana en 2002. De igual forma, la Misión favoreció una integración de las bolsas regionales, que finalmente se fusionaron en 2001 para formar la Bolsa de Valores de Colombia.

La agenda de desarrollo del mercado de capitales experimentó un primer revés con la crisis económica de 1999, la peor en términos de contracción de la actividad económica desde que el país tiene registros. La crisis de finales de siglo que tuvo un componente financiero muy importante, en la medida que cambió la estructura de buena parte del sistema financiero y trajo consigo el final del sistema UPAC, así como la conversión de las antiguas Corporaciones de Ahorro y Vivienda (CAV) en bancos hipotecarios.

A pesar de esta circunstancia, el desarrollo del mercado de capitales continuó impulsado no solo por la hoja de ruta trazada por la Misión, sino como resultado del proceso de desinflación asociado a la institucionalidad monetaria adoptada en la Constitución de 1991, que le dio un mandato explícito al Banco de la República (BR) de controlar la inflación.

El BR adoptó a comienzos de la primera década de este siglo un sistema de inflación objetivo manteniendo la flotación del tipo de cambio, en respuesta a la salida de capitales que hizo insostenible el sistema de banda cambiaria en 1999. El proceso de desinflación y la canalización del ahorro de los trabajadores formales mediante la Administradora de Fondos de Pensiones (AFP) le dieron un fuerte impulso al mercado de renta fija público, haciendo del mercado de TES el más líquido y profundo del país.

El mercado de acciones se vio dinamizado por la incorporación de nuevos emisores públicos y privados, en particular la emisión en Bolsa de las acciones de Ecopetrol. Estos desarrollos del mercado estuvieron acompañados por un contexto macroeconómico favorable, soportado por un aumento de la confianza de inversionistas locales y

extranjeros, y un alto nivel de precios del petróleo que relajaron las restricciones fiscales del Gobierno central y de las regiones, y ayudaron a un mayor dinamismo de la actividad económica.

En paralelo a estos desarrollos, nuevas iniciativas siguieron surtiendo efecto en el progreso del mercado de capitales como la creación de la Cámara de Compensación de Divisas (CCDC) en 2007 y de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) en 2008, la creación del Indicador Bancario de Referencia (IBR) en 2008 y el lanzamiento del programa “Colombia Capital” por parte de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC).

Algunos de los hitos destacables posteriores a la Primera Misión del Mercado de Capitales incluyen la expedición del Código País en 2007, y su revisión en 2015; la agenda de integración de los países de la Alianza del Pacífico y en particular la creación del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) y del Mercado Global Colombiano en 2010; la reglamentación de los Fondos de Capital Privado y los cambios normativos de los Fondos de Inversión Colectiva (FIC) mediante los Decretos 1242 y 1243 de 2013.

El favorable contexto económico y las iniciativas a favor del mercado de capitales le permitieron al mercado accionario alcanzar máximos de capitalización bursátil/PIB de 64,44% en 2010 y superar la barrera de los COP \$10 billones de emisiones de deuda privada en 2009. Todo esto en un contexto de sostenido crecimiento en el mercado de deuda pública.

La racha de mejoras en los indicadores de profundidad, liquidez, nuevas emisiones, entre otros, exhibida a finales de la década pasada llegó a su fin como resultado de la bancarrota de Interbolsa en 2012, la mayor comisionista de bolsa de su momento y el ajuste de los precios del petróleo en 2014 que condujeron a una acelerada corrección de los precios de las acciones de Ecopetrol, dando inicio a una salida del mercado por parte de las personas naturales invertidas en acciones que continua en la actualidad.

La corrección de precios de petróleo, y la fragilidad externa asociada a un abultado déficit de cuenta corriente, pusieron al país en una senda de ajuste macroeconómico desfavorable para el mercado de capitales doméstico. El ajuste económico condujo a una devaluación importante del peso y requirió de un esfuerzo del Gobierno por conseguir un sustituto de los ingresos provenientes de la actividad petrolera, el cual recayó en el sector privado a través de tres reformas tributarias consecutivas: 2014, 2016 y 2017. Parte de la demanda por activos locales fue sustituida por inversionistas extranjeros, que han ganado participación en años recientes, tanto en el mercado de deuda pública como en el mercado accionario. Este paliativo a la reducida demanda por parte de los inversionistas locales ha expuesto al mercado doméstico a desarrollos en los mercados financieros internacionales, haciéndolo sensible a la liquidez internacional y, en particular, a los movimientos de las tasas de interés monetarias de los países desarrollados.

El retroceso del mercado de capitales en Colombia durante los últimos años ha sido estudiado por varios trabajos recientes (Maiguashca, 2016; Alarcón, 2017; Córdoba & Molina, 2017). Cada uno de estos es un insumo importante para la Segunda Misión del Mercado de Capitales y muestra que, más allá de fenómenos cíclicos, el estado actual

del mercado en Colombia revela fricciones y deficiencias de naturaleza estructural que impiden su desarrollo.

El trabajo de Córdoba y Molina (2017) hace un diagnóstico del mercado de capitales y enfatiza la alta concentración del sistema financiero. Un ejemplo es la concentración en las AFP: de las cuatro en operación, dos tienen un 87% de los afiliados y 70% de los fondos administrados, y hacen parte de conglomerados con posiciones en bancos, comisionistas de bolsa, fiduciarias y empresas del sector real.

Para estos autores, esta estructura de mercado sugiere que es importante discutir la distribución de licencias en cada una de las actividades reguladas del sistema financiero, y las medidas de gobierno corporativo para aumentar la transparencia y evitar conflictos de interés al interior de los conglomerados.

El trabajo de Alarcón (2017) señala que, bajo la figura de acciones preferenciales, las empresas, en particular las familiares, si bien han entendido que es posible recurrir al mercado sin alterar su control, persiste la resistencia a participar del mercado accionario por miedo a revelar información y a la adopción de prácticas de gobierno corporativo. Otro elemento importante de análisis en este trabajo es el proceso de integración de mercados de la Alianza del Pacífico, en donde se identifican los temas de regulación y tributación como los más relevantes a la hora de explicar por qué el proceso de integración no ha dado los frutos esperados.

Un tema recurrente en esta literatura es el del uso de los pasivos pensionales del Gobierno, como el Fondo Pensional de los Entes Territoriales (FONPET). Recientemente, mediante el Decreto 1913 de 2018, el Gobierno habilitó al FONPET a invertir hasta en un 20% en Exchange Trade Funds (ETF, por sus siglas en inglés) del mercado local. Esta medida apunta en la dirección correcta, pero invita a pensar en los criterios con los cuales se invierten estos fondos y su diferencia con los fondos privados.

Finalmente, estos trabajos, así como el informe del grupo de trabajo denominado Visionarios de Deuda Privada, liderado por la BVC y que contó con la participación de Asobancaria, Asobolsa, Asofiduciarias, Asofondos y Fasecolda, sugieren un estudio detallado de los costos de emisiones de bajo monto, de los costos de inscripción y mantenimiento, y de los procesos y tiempos de emisión. El informe de los Visionarios propone una revisión de los requisitos para ser aceptado como emisor conocido y recurrente; una reducción de la información requerida en los prospectos; la generación de un aviso de oferta simplificado; la necesidad de habilitar la emisión de bonos con condiciones no estándar; eliminar o modificar los límites de participación AFP para una emisión, así como los de concentración de riesgo crediticio de las Sociedades Comisionistas de Bolsa, entre otras recomendaciones.

Estos trabajos, conjuntamente con los talleres que durante la primera etapa de la Segunda Misión se realizaron con la industria, son insumos claves que seguramente serán incluidos o tenidos en cuenta en las recomendaciones finales y en la hoja de ruta que proponga la Segunda Misión del Mercado de Capitales.

5. Talleres con la industria financiera y diagnóstico del mercado de capitales

Algunos de los elementos de diagnóstico que hicieron parte de la Segunda Misión del Mercado de Capitales fueron los talleres con representantes de la industria financiera, emisores, reguladores, supervisores y otros agentes.

Los talleres se dividieron por temáticas en tres grandes ejes de discusión: demanda, oferta e infraestructura. Los talleres tuvieron lugar en tres jornadas: noviembre 15 de 2018, diciembre 11 de 2018 y enero 16 de 2019. Cada taller contó con un número aproximado de 15 mesas dedicadas a discutir temas puntuales de cada uno de los ejes. Las memorias de los talleres están disponibles en la página de la URF².

A continuación, se exponen los principales elementos de diagnóstico tratados en los tres talleres desagregados por temáticas puntuales.

5.1. Taller de demanda

5.1.1. Fondos de pensiones y cesantías (AFP)

En el taller de demanda se identificaron varias problemáticas relacionadas con la regulación y operatividad de los AFP. La primera tiene que ver con la regulación existente sobre la rentabilidad mínima. Esta está establecida en la Ley 100 de 1993, y genera una aversión al riesgo en los administradores de fondos en la medida que los fondos tienen que responder con capital propio incumplimientos frente a la rentabilidad mínima regulatoria.

Otra problemática identificada por los participantes de las mesas del taller de demanda es la relevancia y el efecto que tienen la regulación de límites de inversión. Es bien entendido el espíritu de la regulación que impone restricciones a los portafolios administrados por las AFP. No obstante, algunos límites restringen de forma importante la demanda de emisiones, ejemplo de ello es la restricción que tiene un fondo de no poder comprar más de 30% de una emisión. Dado el número reducido de AFP, el límite de 30% genera que muchas emisiones no sean consideradas. En particular, es conocido que emisiones que no tengan calificación AAA o de bajos montos, tienen poca demanda de inversionistas institucionales.

Una consideración importante tiene que ver con el nivel de competencia al interior de la industria de fondos de pensiones. El sistema de régimen de ahorro individual, introducido por la Ley 100, contaba inicialmente con ocho AFP; en la actualidad solo hay cuatro. La inestabilidad jurídica del país y la estructura de costos pueden ser factores importantes a la hora de explicar la salida y la negativa de nuevos jugadores para entrar en dicha industria.

² Las memorias de los talleres y otros documentos relacionados con la Misión se encuentran en la página de la URF: http://www.urf.gov.co/webcenter/faces/Comunicaciones/MercadoCapitales?_adf.ctrl-state=ekx16wdgf_565&wc.contextURL=%2Fspaces%2FURF&wc.originURL=%2Fspaces%2FURF%2Fhome&_afLoop=11416266575435257#!%40%40%3F_afLoop%3D11416266575435257%26wc.originURL%3D%252Fspaces%252FURF%252Fhome%26wc.contextURL%3D%252Fspaces%252FURF%26_adf.ctrl-state%3D139v5dmcxd_57

Otro tema de discusión fue el efecto de los incentivos tributarios a los fondos de pensiones voluntarias. Es deseable tener estímulos al ahorro de largo plazo, pero no es claro que las exenciones tributarias a los fondos voluntarios estén cumpliendo con dicho objetivo. De hecho, la evidencia sugiere que las personas retiran los montos ahorrados no mucho después de que la ventana de incentivos tributarios desaparece (véase Maiguashca, 2016). Adicionalmente, la exención tributaria en dichos fondos puede crear distorsiones sobre cómo los ahorradores perciben otros instrumentos de ahorro financiero.

Frente a estas problemáticas, los participantes de los talleres sugirieron revisar el cálculo y la definición de rentabilidad mínima, así como relajar el límite de 30% de compra de una emisión por parte de alguna de las AFP. Una medida alternativa, y complementaria, es reorientar el régimen de inversiones hacia restricciones por objetivos dependiendo de las funciones de los diferentes agentes institucionales como fondos de pensiones y aseguradoras. Adicionalmente, se planteó la posibilidad de introducir un esquema de compensación por desempeño para que los administradores de fondos tengan un esquema alineado con los ahorradores. Otra alternativa sería permitir la delegación de activos, como lo ocurre en el caso de inversiones en el resto del mundo, de tal forma que los fondos puedan utilizar administradores de portafolio especializados en algunos activos y generar una mayor rentabilidad a los aportantes.

5.1.2. Fondos de inversión colectiva (FIC)

Si bien los fondos de inversión colectiva (FIC) han venido creciendo de manera importante en el país, su tamaño es pequeño cuando se compara con el de otras economías de la región. En Colombia, esta industria maneja recursos cercanos al 9% del PIB, cuando en Chile este monto ronda el 45%. De acuerdo con el diagnóstico de los agentes de la industria, los FIC tienen una distribución bimodal con respecto al riesgo de sus inversiones: algunos FIC operan con muy bajo riesgo, en productos del mercado de dinero (*money market*), mientras otros lo hacen asumiendo posiciones de alto riesgo, haciendo que los inversionistas no tengan la opción de tener productos de riesgo intermedio y diversificados. Existe, además, la percepción de que los costos de vinculación y mantenimiento de personas naturales, así como el Decreto 661 de 2018 sobre el deber de asesoría, impone una carga para la distribución de productos, que en últimas desincentiva el diseño de nuevos productos y promueve la concentración de fondos en vehículos financieros de menor valor agregado.

Frente a esta problemática planteada es importante redoblar esfuerzos en educación financiera para que las personas tengan criterios más informados sobre las opciones ofrecidas por los FIC. Adicionalmente, apalancar la distribución de FIC usando la red bancaria podría ayudar a solventar el problema de costos de vinculación y distribución y mejorar la competencia al interior de la industria.

5.1.3. Aseguradoras

Las aseguradoras comparten restricciones del régimen de inversiones con los fondos de pensiones. Estas restricciones no corresponden necesariamente a los retos y realidades del negocio de aseguradoras. Por lo tanto, la creación de un régimen de inversión para la industria de seguros más flexible y de acuerdo con los objetivos de inversión de largo plazo y de flujos de corto plazo sería deseable. Adicionalmente, tener un programa de emisión regular de títulos indexados a la inflación de largo plazo tendría un efecto positivo sobre el portafolio de las aseguradoras, y de forma más general en el mercado de renta fija local.

5.1.4. Inversionistas extranjeros

A pesar del aumento en años recientes de la participación de inversionistas extranjeros, existen obstáculos importantes que disuaden una mayor participación de estos en el mercado. Algunas de las fricciones más relevantes son la complejidad del sistema tributario y la falta de liquidez de los mercados, en particular del cambiario, que aumenta el riesgo de liquidación de portafolios. Un tema recurrente es el de las dificultades operativas relacionadas con la liquidación y cumplimiento de operaciones durante el mismo día, y no con un rezago de dos días como ocurre en el resto del mundo, entre otros.

Adicionalmente, la normatividad que regula la enajenación de activos públicos, tal y como establece la Ley 226 de 1995 en desarrollo del artículo 60 de la Constitución, dificulta la participación de los inversionistas extranjeros. Frente a esta problemática, son varios los cambios que podría sugerir la Segunda Misión del Mercado de Capitales para tratar de dinamizar, no solo las ventas de las participaciones accionarias que tiene el Estado en compañías, sino para hacer más atractivo el mercado local, como serían una simplificación del régimen tributario, la creación de cuentas Omnibus y la implementación de firmas digitales para facilitar la operación e instauración de un mercado de préstamo de valores (*securities lending*), y una revisión de los *haircuts* de los títulos de deuda privada para el Indicador de Riesgo de Liquidez (IRL), lo cual ayudaría a aumentar la profundidad de este mercado y, con ello, la mayor participación de inversionistas extranjeros.

5.1.5. Personas naturales

Uno de los desafíos más importantes del mercado de capitales en el país es cómo reincorporar a las personas naturales que han dejado el mercado. La educación financiera sigue siendo uno de los temas más relevantes y complejos en la medida que, durante los últimos años, algunas de las incursiones de las personas en los mercados han sido a través de portafolios de acciones que no necesariamente acompañaban sus expectativas y entendimiento del balance entre riesgo y retorno. Ha sido frecuente observar en el país fenómenos de pirámides o esquemas financieros engañosos que han atraído inversionistas a expensas del mercado de valores. Surge entonces el enorme

reto de hacer atractivo el mercado de capitales sin generar falsas expectativas, y en un proceso donde los inversionistas entiendan la naturaleza de las inversiones y de sus mismas decisiones.

A este reto se le suman los altos costos normativos y procedimentales de afiliación e incorporación, que incluyen las visitas presenciales, el diligenciamiento de formularios, la recolección de huellas, entre otros, y los costos de infraestructura (custodia, administración, compensación y liquidación de valores), los cuales desincentivan a las Sociedades Comisionistas de Bolsa a ofrecer productos a las personas naturales.

El tema tributario, como se mencionó anteriormente, resulta engorroso y complejo, y puede terminar siendo limitante como en el caso del crowdfunding, en el cual aplicar la retención en la fuente es tan difícil que disuade completamente a los inversionistas de usar esta opción.

La creación de la figura de asesores financieros independientes, así como discutir la posibilidad de tener una mayor centralización o economías de escala en los procesos de vinculación y Sistema de Administración del Riesgo de Lavado de Activos y Financiación del Terrorismo (SARLAFT), podría ayudar a mitigar los costos asociados con el manejo de portafolios de personas naturales.

5.1.6. Fondos públicos

Los fondos públicos podrían jugar un papel dinamizador del mercado de capitales, pero hoy no lo hacen. Existe un problema de capacitación de los administradores de dichos fondos y de capacidad institucional que restringe de manera importante el adecuado manejo financiero de dichos recursos. Adicionalmente, y de forma más relevante, el concepto de detrimento patrimonial se ha convertido en una barrera importante para la inversión eficiente de los fondos públicos. Dado que los incentivos de inversión son completamente conservadores por el temor a subsecuentes investigaciones de los entes de control, la delegación de la administración de portafolios solo tiene como criterio el costo de manejo del portafolio, sin ninguna consideración por el valor agregado del gestor. Como consecuencia, los fondos públicos terminan invertidos en papeles de renta fija que se mantienen hasta el vencimiento; estrategia de inversión que no corresponde al objetivo de maximizar retornos en el largo plazo y que no acompaña el desarrollo del mercado de capitales.

Cambiar los fundamentos jurídicos que sustentan el concepto de detrimento patrimonial parece ser una tarea compleja. No obstante, es necesario tener un diálogo con los entes de control para que tengan una comprensión del quehacer de los inversionistas de fondos públicos. En ese sentido, sería deseable analizar la posibilidad de tener salas jurídicas especializadas en temas financieros al interior de los entes de control que hicieran las veces de una jurisdicción especial financiera. Adicionalmente, se debería aislar jurídicamente a los privados que ejercen las veces de administradores de portafolio de fondos públicos de tal forma que puedan operar bajo el mismo marco que operan en el manejo de los fondos privados.

5.2. Taller de oferta

5.2.1. Oferta de activos públicos

Además de los temas identificados en el taller de demanda sobre idoneidad de los funcionarios públicos para la toma de decisiones financieras y los problemas asociados a la normatividad sobre la enajenación de activos en manos del Estado, se discutió el efecto nocivo de los ciclos electorales sobre las decisiones de inversión pública, en particular en las regiones. Una posible solución, podría ser la creación de un organismo de coordinación que tenga funciones de estructuración de los programas de financiación de entes territoriales, así como de asesoría y acompañamiento a los equipos técnicos de los mismos, más allá de la tarea que hoy realiza Findeter.

5.2.2. Emisores tradicionales

Uno de los problemas que aparece en la discusión sobre emisores tradicionales es el de los costos y beneficios del gobierno corporativo, tal y como opera en la actualidad. Se cree que las normas de gobierno corporativo vigentes no protegen a los accionistas minoritarios de forma efectiva, a la vez que son costosas y no acarrearán una prima positiva para los emisores en el mercado. A esto se le suma la reducción de la liquidez de las especies en circulación y la salida del mercado de las personas naturales. Además, para los emisores es difícil distribuir dividendos a los accionistas minoritarios, dada la ausencia de canales expeditos que permitan una comunicación fácil entre inversionistas y emisores, y los problemas jurídicos relacionados con sucesiones una vez fallecido el inversor.

Si bien ha habido mejoras importantes en los procesos de emisión de acciones, existe la percepción de que el proceso de emisión es demorado y enfrenta una fuerte competencia por parte del sector bancario, que sirve como opción económica y rápida de financiamiento.

Otro tema que preocupa a la industria es la definición de control accionario. La creación de las acciones preferenciales ha tenido un efecto positivo ya que les ha permitido a las empresas tener acceso al financiamiento en el mercado accionario sin perder el control. No obstante, la definición de control sigue generando desincentivos a empresas de grupos económicos o familiares de participar de manera más activa como emisores.

Frente a esta problemática son varias las acciones que podrían ayudar a dinamizar el mercado de capitales fortaleciendo el gobierno corporativo sin incurrir en mayores costos. Un ejemplo, es la posibilidad de distribuir dividendos de manera electrónica, de tal forma que los minoritarios sean fácilmente atendidos a costos bajos.

Otras medidas están relacionadas con la regulación bancaria. El país ha venido implementado la regulación bancaria internacional, siguiendo la directriz de Basilea III. En la medida que la transición hacia la convergencia total de las normas locales

con las internacionales se acelere, los bancos continuarán midiendo sus riesgos de financiamiento de largo plazo y sus costos en términos de liquidez, lo cual tendrá un efecto positivo sobre el mercado de capitales doméstico.

En lo que respecta a la definición de control, es controversial si es deseable tener cambios en los principios universales de una acción: el derecho a voto. No obstante, es importante revisar en qué casos esquemas alternativos de control pueden incentivar una mayor apertura de empresas familiares y conglomerados a participar en el mercado accionario.

5.2.3. Potenciales emisores

De acuerdo con lo planteado por los participantes de la industria, los potenciales emisores no tienen claridad de las ventajas de participar en el mercado de capitales. La industria ve que la falta de un proceso expedito al momento de emitir acciones, incluyendo el trámite de estructuración, desmaterialización, inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE), y en Bolsa, la colocación, la contratación del representante legal de tenedores de bonos y la calificación, impiden que los potenciales emisores consideren viable el mercado accionario.

La industria ve como posibles soluciones a dicha problemática: (i) creación de un semillero de emisores, (ii) analizar las ventajas de tener un esquema de colocación en firme para nuevos emisores, (iii) discutir la viabilidad de que los inversionistas institucionales puedan delegar la administración de sus recursos, y (iv) examinar el efecto que tiene el estándar sobre riesgos de liquidez y los *haircuts* sobre deuda privada para cambiar los incentivos que tienen los bancos de invertir en títulos de deuda privada.

5.2.4. Fondos de capital privado

Los fondos de capital privado han venido creciendo de manera importante a nivel internacional y doméstico. Los representantes de los fondos de capital privado doméstico son locales en lo que respecta a los límites de inversión de los institucionales que tienen asignado un máximo de 10%, independiente del origen del fondo. Para estos agentes revertir esta decisión y volver al anterior esquema donde había un límite separado para fondos domésticos e internacionales, cada uno de 5%, podría ser un estímulo importante para el desarrollo de proyectos locales. Sin embargo, esta propuesta no explica la preferencia de los inversionistas institucionales por los fondos extranjeros y, por tanto, más que correctiva, es paliativa.

Es importante que se haga un análisis más detallado sobre las fricciones o las diferencias institucionales que ponen a los fondos locales en una posición desfavorable frente a los extranjeros de tal forma que se busquen acciones conducentes a dar solución al origen de los problemas, antes de imponer restricciones adicionales a las decisiones de inversión de los institucionales.

5.2.5. Titularizaciones

Frente al tema de las titularizaciones, la industria identifica dos problemáticas puntuales. La primera, relacionada con la limitación legal para entidades especializadas en titularización, como la Titularizadora de Colombia, para administrar emisiones privadas. La segunda, tiene que ver con la estructuración de carteras que no se mezclan carteras entre distintos emisores (tradicionales y no tradicionales), afectando con ello las titularizaciones pequeñas y la posibilidad de nuevos emisores (no tradicionales) para entrar al mercado.

En línea con este diagnóstico, algunas de las soluciones planteadas son: (i) permitir que las titularizaciones puedan usarse como colateral en las operaciones monetarias del Banco de la República; (ii) tener en cuenta las contragarantías recibidas en la exposición de crédito de los garantes, y tomar otras medidas prudenciales que faciliten la oferta de garantías que sirvan en las emisiones de titularización; y (iii) crear incentivos a entidades extranjeras que participen en los procesos de emisión asumiendo el riesgo de colocación y que se amplíe la oferta de garantías (*credit enhancement*).

5.2.6. Financiamiento de emprendimientos

El mercado de financiamiento de nuevos emprendimientos es pequeño. La base de inversionistas dispuestos a invertir en estas iniciativas es limitada, ya que no hay conocimiento del ecosistema propicio para *startups*. Como se ha enfatizado en otros apartes de este capítulo hace falta educación financiera. La estructura de costos de los fondos de pensiones no favorece inversiones de este estilo dado el tamaño y los costos de seguimiento, además no existen vehículos especializados que deleguen esta tarea a inversionistas especializados. Se percibe igualmente que la rentabilidad mínima de los fondos de pensiones desincentiva la toma de riesgos en la industria de emprendimiento. Hacen falta en nuestro país fondos de capital semilla (*venture capital*) y asistencia técnica (*knowledge transfer*) para el desarrollo de ideas, la consolidación de los gobiernos corporativos, entre otros.

Se plantea, como solución a algunos de los problemas mencionados, la creación de un ecosistema apto para el emprendimiento, que incluya incubadoras y aceleradoras para poner en contacto emprendedores con inversionistas y fuentes de financiamiento tradicionales (bancos) y especializadas en este tipo de proyectos (*venture capital*).

5.3. Taller de infraestructura

5.3.1. Estructura mercado de capitales

En opinión de algunos agentes de la industria, la arquitectura del mercado se ha venido desvirtuando de tal forma que la operación se ha vuelto costosa y se presta para arbitrajes regulatorios y tributarios. Asimismo, algunas disposiciones regulatorias no incentivan la competencia y la estructura actual de licencias puede estar generando distorsiones en la asignación de capital, en particular al interior de los conglomerados financieros.

Dado este panorama es deseable pensar si sería mejor migrar hacia una estructura de licencias modulares donde la supervisión además se haga por actividades y no por licencias.

5.3.2. Diseño institucional

En lo que respecta al diseño institucional, uno de los comentarios recurrentes en los talleres fue el de la duplicidad de funciones entre el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV) y la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC). Esta duplicidad, sumada a las debilidades en las áreas de certificación relacionadas con la ética profesional, sugieren un desbalance entre costos y beneficios que genera el AMV. Del mismo modo, existe la percepción que la misma industria, al momento de contratar, ignora información sobre experiencias profesionales anteriores, lo cual puede generar que profesionales con poca ética circulen entre distintas instituciones, haciendo que las sanciones no tengan el efecto esperado.

Algunos sugieren que el esquema de autorregulación obligatoria debería revisarse, a su vez que se debería fortalecer la Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera (URF) dotándola de mayores facultades, recursos y personal.

5.3.3. Intermediación de valores

Frente al tema de los intermediarios de valores, existe la percepción que la operación de intermediación es costosa, dada la tecnología e infraestructura existente y el fraccionamiento de plataformas. Los costos de capital son elevados debido a las licencias generales que no permiten una especialización. Hace falta avanzar en ganancias de eficiencia que reduzcan el costo del Back Office, que en últimas se les traslada a los clientes. En términos generales se percibe que existe una falta de innovación en el mercado, y en particular, en nuevos productos.

Con el objetivo de facilitar la intermediación de valores se propone avanzar en (i) la integración de la infraestructura fragmentada como el SEN y el MEC, (ii) buscar

economías de escala en la aplicación del Sistema de Administración del Riesgo de Lavado de Activos y Financiación del Terrorismo (SARLAFT), como se mencionó en un aparte anterior, (iii) indagar programas digitales para masificar el acceso a clientes y adoptar licencias modulares que permitan especialización y menor consumo de capital, y (iv) promover el uso de cuentas ómnibus en búsqueda de eficiencias en el sistema.

5.3.4. Proveedores de infraestructura

La BVC ha hecho unos esfuerzos importantes en mejorar la infraestructura, pero dado el menor dinamismo del mercado de capitales, el costo de las plataformas se ha incrementado al perder las ganancias por economías de escala.

Una crítica importante sobre la BVC tiene que ver con su gobierno corporativo, en la medida que su propiedad accionaria es mayoritariamente de bancos, lo cual genera un conflicto de interés frente al desarrollo del mercado de capitales y la competencia como fuente de financiamiento al sistema bancario.

En lo que respecta a estos puntos, es evidente que sería necesario hacer aún más transparente el gobierno corporativo de la BVC y de ser el caso, promover un modelo donde los bancos participen de forma más directa en la distribución de los productos del mercado de capitales como se ha sugerido anteriormente.

5.3.5. Derivados

Existe un arbitraje regulatorio y tributario entre lo que se puede hacer localmente y afuera (off-shore) en el mercado de derivados, de tal forma que es más sencillo y barato hacer este tipo de operaciones por fuera del país. Como se mencionó en la sección anterior, la existencia de diferentes plataformas de negociación resulta ineficiente (SEN/MEC y DECEVAL/DCV). Adicionalmente, las entidades públicas que tienen el músculo financiero y la experiencia para invertir en derivados, no lo hacen, pues temen que algún ente de control les inicie procesos por responsabilidad fiscal. Otro aspecto que resulta problemático es la falta de coordinación en algunas ocasiones de las entidades encargadas de la regulación como lo son la SFC, el BR, y la URF.

5.3.6. Internacionalización del mercado

El proceso de internacionalización, en particular la creación del MILA, no ha surtido el efecto esperado. El bajo monto de flujos financieros entre países del MILA se explica, entre otros, porque la inversión en países de la Alianza del Pacífico se considera como inversión extranjera, con las implicaciones que se derivan del régimen de inversión establecido por el Banco de la República. Sería deseable tener una homologación de inversiones y que el depósito central de valores (Deceval) abra cuentas bancarias en los países miembros del MILA para poder hacer más eficiente las operaciones.

Adicionalmente uno de los puntos centrales tiene que ver con el tema tributario, en la medida que, en ausencia de un tratamiento homogéneo, el tema impositivo se convierte en una barrera operativa que complejiza y desincentiva la operación.

6. Segunda Misión del Mercado de Capitales: prioridades y retos

Con base en los elementos mencionados anteriormente, la literatura de diagnóstico existente y la percepción de la industria misma sobre los problemas más relevantes, se espera que la Segunda Misión de Mercado de Capitales dé prioridades y organice la discusión en grandes temas. En este capítulo se presenta una discusión de los tres pilares en los cuales la Misión debería enfocar sus esfuerzos

6.1. Un “doliente” del mercado de capitales

Entendido que el mercado de capitales juega un papel esencial en una economía moderna en la medida que permite el financiamiento de los proyectos productivos de largo plazo, la innovación y la adecuada distribución de riesgos en la economía, es fundamental que el desarrollo del mercado de capitales tenga prioridad y visibilidad en la agenda de políticas públicas.

La creación de la Misión del Mercado de Capitales es un esfuerzo en la dirección adecuada, pero debe ser la Misión la que se encargue de enviar el mensaje a la sociedad colombiana sobre la importancia de incluir en la agenda estos temas. Para que dicha agenda no quede a la deriva, es importante que exista, desde lo público, un doliente del mercado de capitales y que no solo sea el sector privado el que se encargue de darle un impulso.

Una institución “doliente” del mercado de capitales, además, estaría en la capacidad de ayudar a coordinar otras entidades estatales que tienen injerencia en los mercados, como la SFC, la URF, el BR, y las instituciones privadas, como el AMV, BVC, entre otras, con el fin de superar los problemas de coordinación y jurisdicción que se presentan.

Este organismo responsable del mercado de capitales tendría como función solucionar el problema del arreglo institucional actual, donde las funciones públicas relacionadas con mercados financieros en últimas buscan mitigar riesgos y fraudes financieros, y no promover la innovación. En Chile, y como resultado de la última Misión sobre el mercado de capitales, se creó un comité permanente bajo la autoridad del Ministerio de Finanzas, que se encarga de promover la agenda de desarrollo de dicho mercado.

Un esquema similar podría aplicarse en Colombia, con una institucionalidad parecida al comité consultivo de la regla fiscal: un comité consultivo conformado por representantes de entidades estatales y del sector privado, con el objetivo preciso de avanzar en una agenda para el desarrollo de los mercados financieros. Este comité, presidido por el Ministro de Hacienda y Crédito Público (MHCP) con un mandato amplio y la competencia correspondiente, podría: (i) solucionar problemas como la falta de coordinación en la regulación del mercado cambiario y de derivados; (ii) la duplicación de funciones del AMV y la SFC; (iii) ayudar a rediseñar la arquitectura de licencias; y (iv) hacer un contrapeso al supervisor y regulador propendiendo por una regulación y una supervisión lo suficientemente flexible.

6.2. Favorecer un mayor nivel de competencia

Uno de los temas centrales que la Segunda Misión del Mercado de Capitales debe tratar es el del nivel de competencia en la industria de manejadores de portafolio. Como punto de partida debe reconocerse que el nivel de competencia del sistema es resultado de los arreglos institucionales que gobiernan los mercados financieros. La inestabilidad jurídica, por ejemplo, desalienta las inversiones en el sistema financiero, inhibiendo la entrada de nuevas firmas, y por tanto la competencia.

En la medida que el país logre un diseño institucional robusto y tenga una agenda clara de promoción del desarrollo del mercado de capitales, será más fácil atraer nuevos jugadores e incentivar la competencia. Puntualmente hay varias acciones concretas que pueden ayudar a incrementar el nivel de competencia. El rediseño de las licencias, por ejemplo, hacia un esquema modular podría ayudar a incentivar la competencia en la medida que permita la especialización por actividades, generando ganancias de eficiencia y un mejor uso del capital.

Adicionalmente, varios aspectos regulatorios pueden ser fácilmente modificados con el objetivo de generar mayor competencia. Un ejemplo ampliamente discutido tiene que ver con la regulación de rentabilidad mínima de los fondos de pensiones y la estructura de compensación. El actual esquema regulatorio favorece la competencia en la afiliación de trabajadores, pero no provee los incentivos suficientes para que las AFP se diferencien en términos de la administración de portafolios. Eliminar la regulación sobre rentabilidad mínima e introducir algún esquema de compensación por desempeño pueden ayudar a incentivar la competencia y la creación de valor en la administración de fondos por partes de las AFP. De igual manera, eliminar el límite de 30% de compra máxima por emisión, puede generar más competencia y demanda por títulos de emisiones pequeñas o con

mayor riesgo de crédito en la medida que evitaría el problema de coordinación que existe hoy donde, dado el bajo número de AFP, el veto de una de ellas disuade de facto la emisión. Frente a este punto sería deseable que la Segunda Misión del Mercado de Capitales revise de manera comprehensiva el régimen de inversiones de las AFP y aseguradoras.

Otro aspecto relevante tiene que ver con el fortalecimiento del gobierno corporativo, en particular de los conglomerados financieros, para que las decisiones de inversión de los administradores de fondos sean transparentes, y minoritarios e independientes tengan una adecuada representación.

6.3. Lo público con criterio privado

Le tomó al país varios años incorporar a su jurisprudencia y marco legal el concepto de sostenibilidad fiscal. Lo propio debe hacerse frente al concepto del balance riesgo-retorno. El concepto de detrimento patrimonial aplicado al manejo de portafolios financieros es la prueba clara de la falta de conceptos jurídicos ordenados e informados sobre el quehacer financiero. Uno de los pilares de la Segunda Misión del Mercado de Capitales debe ser promover cambios al ordenamiento jurídico que reconozca las particularidades de la administración de portafolios, de tal forma que se entienda que las pérdidas en el valor de mercado de especies y títulos son naturales en los mercados financieros y no el resultado de alguna malversación. Esta es una tarea difícil y compleja, pero necesaria en la medida que es la única forma de lograr que los fondos públicos, independiente de su administrador, sean invertidos con un criterio financiero. Un avance en esta dirección también permitiría mejoras en otros aspectos financieros de las entidades públicas como el de cubrimiento de riesgos mediante productos financieros, hoy en día ausente debido al temor de fiscalización por parte de los entes de control.

Adicionalmente, un cambio en el concepto del detrimento patrimonial ayudaría a destrabar los procesos de ventas de empresas estatales. Una revisión de los procesos de enajenación de activos como establece la Ley 226 de 1995, ayudaría a que al proceso de venta de empresas estatales fuera más ajustado a las condiciones de mercado.

Son muchos los retos que tendrá la implementación de las múltiples recomendaciones que seguramente tendrá la Segunda Misión del Mercado de Capitales. No obstante, avances en alguno de los tres pilares antes mencionados tendrán un efecto importante en el desarrollo del mercado de capitales doméstico y será favorable para la economía colombiana.

7. Conclusiones

Uno de los problemas del mercado de capitales en Colombia es la falta de una agenda clara de política pública que busque su mejoramiento continuo. Es entendible que en un país como Colombia con deficiencias en aspectos tan fundamentales como la seguridad, la educación y la salud, entre otros, políticas públicas tendientes a profundizar y mejorar el funcionamiento del mercado de capitales queden relegadas en la discusión. No obstante, en la medida que sean explícitos y conocidos los beneficios de tener un mercado de capitales desarrollado, será más fácil que las acciones conducentes a buscar un mercado de capitales profundo tengan viabilidad política y hagan parte de una agenda de política pública pensada en torno al desarrollo económico del país.

Con base en la revisión de la literatura, este capítulo concluye que el desarrollo del mercado de capitales, en complemento a los sistemas financieros intermediados, contribuyen al crecimiento económico, a mejorar la productividad y facilitar la innovación del sector empresarial, así como a mejorar la distribución del ingreso de los ciudadanos de un país.

Partiendo de esta conclusión, este capítulo revisa los retos y oportunidades asociados a la Segunda Misión del Mercado de Capitales convocada por el Gobierno a finales de 2018. De esta, se espera una hoja de ruta de corto, mediano y largo plazo que permita avanzar en el desarrollo del mercado de capitales doméstico.

En este capítulo se analizan en detalle los elementos más relevantes discutidos en los talleres con representantes de la industria que hicieron parte de la etapa de diagnóstico de la Misión y, con base en estos elementos, se proponen tres aspectos fundamentales que deberían ser el foco principal de los resultados de la Misión: (i) proponer la creación de un organismo público con participación del sector privado que tenga como objetivo principal promover el desarrollo del mercado de capitales; (ii) promover cambios regulatorios y de diseño institucional que busquen aumentar el nivel de competencia en la industria de gestores de portafolios de tal forma que los mercados financieros sean más eficientes e innovadores; e (iii) impulsar una agenda de cambios legales y de naturaleza jurídica que remuevan las trabas asociadas al manejo de recursos financieros de naturaleza pública con la idea que los recursos en control del Estado no solo respondan a criterios básicos de eficiencia financiera sino que ayuden a promover el desarrollo del mercado de capitales como ocurren en otros países.

Una hoja de ruta que contenga estos aspectos y que incluya muchas de las propuestas de la etapa de diagnóstico de la Misión se convertirá en un elemento de gran importancia en la agenda de política pública en los próximos años.

Referencias

- Aghion, P., Howitt, P. & Levine, R. (2018). *Financial Development and Innovation-led Growth in Beck, T and Levine, R (eds.), Handbook of Finance and Development*, Cheltenham, UK y Northampton, MA, USA, Edward Elgar Publishing.
- Alarcón, L. (2017). *Construyendo las Bases de la Nueva Misión del Mercado de Capitales en Colombia*.
- Allen, F. & Gale, D. (1997). *Financial Markets, Intermediaries, and Intertemporal Smoothing*. Journal of Political Economy, 105:523-543.
- Allen, F. & Gale, D. (1998). *Diversity of Opinion and Financing of New Technologies*. Journal of Financial Intermediation.
- Allen, F. & Gale, D. (2000). *Comparing Financial Systems*. MIT Press, Cambridge, MA
- Beck, T., Levine, R. & Loayza, N. (2000). *Finance and the Sources of Growth*. Journal of Financial Economics, Vol. 58(1–2), pp. 261–300.
- Beck, T. & Levine, R. (2004). *Stock markets, banks, and growth: Panel evidence*. Journal of Banking and Finance, vol 28, no 3, pp 423-42.
- Beck, T, Levine, R & Levkov, A (2010), *Big Bad Banks? The Winners and Losers from Bank Deregulation in the United States*. Journal of Finance, Vol. 65(5), pp. 1637–1667.
- Bernanke, B.S. & M. Gertler (1989). *Agency costs, net worth, and business fluctuations*. American Economic Review, 79(1): 14–31.
- Bolsa de Valores de Colombia. (2016). *Visionarios de Deuda Privada presentan hoja de ruta para potenciar el mercado de deuda privada en Colombia*. Bogotá.
- Bolton, P., X. Freixas, L. Gambacorta & P.E. Mistrulli (2013). *Relationship and transaction lending in a crisis*. Temi di Discussione no. 917, Bank of Italy.
- Boot, A. (2000). *Relationship banking: what do we know?* Journal of Financial Intermediation, 9(1):7–25.
- Chakraborty, S. & Ray, T. (2003). *Bank-bases versus Market-based Financial Systems: A Growth-theoretic Analysis*. University of Oregon, Economics Department Working papers
- Córdoba, J. & Molina, E. (2017). *Elementos para Alcanzar el Mercado de Capitales que Colombia Necesita: Hoja de Ruta y Desafíos Estructurales*. Documentos Cede.
- Gambacorta, L., Jing, & Tsatsaronis, K. (2014) *Financial Structure and Growth*. BIS Quarterly Review

- Gerschenkron, A., (1962). *Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essays*. Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Greenwood, J. & B. Jovanovic (1990). *Financial Development, Growth, and the Distribution of Income*. Journal of Political Economy, 98: 1076-1107.
- Hellwig, M. (1991), *Banking, Financial Intermediation, and Corporate Finance*. En: European Financial Integration, Eds: Giovanni, A. and C. Mayer, Cambridge University Press, Cambridge, England: 35-63.
- Hommes, R. (1989). *La Banca de Inversión en Colombia: Hacia un Mercado Moderno de Capitales*. Corporación Financiera del Valle.
- Jayaratne, J & Strahan, P, E. (1996), *The Finance-Growth Nexus: Evidence from Bank Branch Deregulation*. Quarterly Journal of Economics, Vol. 111(3), pp. 639–670.
- Laeven, L, Levine, R & Michalopoulos, S. (2015). *Financial Innovation and Endogenous Growth*. Journal of Financial Intermediation, Vol. 24(1), pp. 1–24.
- Langfield, S. & Pagano, M. (2016). *Bank Bias in Europe: Effects on Systemic Risk and Growth*. ECB Working Paper No. 1797.
- Levine, R., (2002). *Bank-based or market-based financial systems: which is better?*. Journal of Financial Intermediation 11 (4), 398–428
- Levine, R., (2005). *Finance and Growth: Theory and Evidence*, *Handbook of Economic Growth*. En: Philippe Aghion & Steven Durlauf (ed.), *Handbook of Economic Growth*, edición 1, volumen 1.
- Levine, R (2018) *Finance, Growth, and Economic Prosperity” Macroeconomic Review*. Monetary Authority of Singapore, pp. 82-88.
- Levine, R & Zervos, S (1998). *Stock Markets, Banks, and Economic Growth*. American Economic Review, Vol. 88(3), pp. 537–558.
- Manguashca, A. F. (2016). *Una Visión de la Industria de Fondos de Inversión Colectiva en Colombia*. Documento Asofiduciarias.
- Merton, R.C. & Bodie, Z. (1995). *A conceptual framework for analyzing the financial environment*. en Crane, D.B., Froot, K.A., Mason, S.P., Perold, A.F., Merton, R.C., Bodie, Z., Sirri, E.R. and Tufano, P. (Eds), *The Global Financial System: A Functional Perspective*, Harvard Business School Press, Boston, MA, 3-31.
- Midrigan, V & Xu, D Y (2014). *Finance and Misallocation: Evidence from Plant-Level Data*. American Economic Review, Vol. 104(2), pp. 422–458.

- Morck, R., D. Wolfenzon, & B. Yeung (2005). *Corporate Governance, Economic Entrenchment and Growth*. Journal of Economic Literature, forthcoming.
- Ossa, B.N. (1990). *El Mercado de Capitales en Colombia. Evolución y Perspectivas*. Bolsa de Bogotá.
- Rajan, R G & Zingales, L (1998), *Financial Dependence and Growth*. American Economic Review, Vol. 88(3), pp. 559–586.
- Steiner, R. & O.L. Jaramillo (1994). *Desarrollo Reciente y Perspectivas del Mercado Accionario en Colombia*. Fedesarrollo.
- Wurgler, J (2000). *Financial Markets and the Allocation of Capital*. Journal of Financial Economics, Vol. 58(1–2), pp. 187–214.

**Acerc
de los autores**

David Salamanca Rojas es Investigador Asociado en Fedesarrollo. Fue Director de FOGAFIN, primer Director y persona a cargo de la creación de la Unidad de Regulación Financiera y Director de Regulación Financiera del Ministerio de Hacienda y Crédito Público. También trabajó como Asesor del Viceministro Técnico de Hacienda, e Investigador en la Dirección de Investigación y Desarrollo de la Superintendencia Financiera y en el Departamento de Estabilidad Financiera del Banco de la República. También ha sido profesor universitario y miembro de varias Juntas Directivas. Es Economista y Máster en Economía de la Universidad de los Andes. Tiene una Maestría en Administración de Negocios de la Escuela de Negocios Wharton de la Universidad de Pensilvania y una Maestría en Administración Pública en Desarrollo Internacional de la Escuela de Gobierno Kennedy de la Universidad de Harvard.

Laura Viviana León Díaz es Profesional del Departamento de Operaciones y Desarrollo de Mercados del Banco de la República desde mayo del 2018 monitoreando el mercado de renta variable y mercado cambiario. Anteriormente se desempeñó como Practicante de la Subdirección de Riesgo del Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Es profesional en Finanzas y Comercio Internacional de la Universidad del Rosario.

Diego Alejandro Martínez Cruz es Profesional Especializado del Departamento de Operaciones y Desarrollo de Mercados del Banco de la República en donde se encarga del mercado de deuda pública local, y específicamente, de las dinámicas de los inversionistas extranjeros. También se desempeñó como Estudiante en Práctica en la Unidad de Investigaciones Económicas del mismo Banco y como Asistente de Investigación y Monitor Académico de varias asignaturas tanto de pregrado como de maestría en Economía en la Pontificia Universidad Javeriana. Es Economista y Máster en Economía de la Pontificia Universidad Javeriana.

Julián Camilo Mateus Gamboa es Profesional en el Departamento de Operaciones y Desarrollo de Mercados del Banco de la República. Es Economista e Ingeniero Industrial de la Universidad de los Andes, y actualmente se encuentra cursando la Maestría en Economía en la misma institución.

Carlos Andrés Quicazán Moreno es el Jefe del área de Desarrollo de Mercados del Departamento de Operaciones y Desarrollo de Mercado del Banco de la República, y se desempeñó como Profesional Experto del Departamento de Estabilidad Financiera de la misma entidad. Trabajó en el equipo del middle office del Grupo Bolívar. Es Economista e Ingeniero Industrial y Máster en Economía de la Universidad de los Andes, además, cuenta con una Maestría en Ingeniería Financiera de la Universidad de California en Los Ángeles.

Juan Sebastián Rojas Moreno es el Director del Departamento de Operaciones y Desarrollo de Mercados del Banco de la República y participa en diferentes Comités de trabajo con la industria para el desarrollo de iniciativas en materia del mercado monetario y de divisas. Ocupó el cargo de Jefe de Desarrollo de Mercados, área encargada del análisis y seguimiento de los mercados de capitales locales, así como del diseño de la regulación cambiaria en materia de derivados y operaciones sobre divisas. Adicionalmente, trabajó en la administración de riesgos financieros y en el diseño de los índices de inversión para las Reservas Internacionales del país. Es Ingeniero Industrial con opción en Economía de la Universidad de los Andes y cuenta con una Maestría en Administración de Negocios y una Maestría en Ingeniería Financiera de la Escuela de Negocios Tepper de la Universidad Carnegie Mellon en Estados Unidos.

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. 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, institución en donde actualmente cursa la Maestría en Finanzas.

Erika Díaz Tinoco es Profesional Master de la Dirección Financiera y de Riesgo de Asobancaria. En su trayectoria profesional cuenta con más de cinco años de experiencia en el mercado de capitales, administración de portafolios, captación de CDTs institucionales, manejo de liquidez, valoración de activos y distribución de productos de tesorería de entidades financieras. Se ha desempeñado como Trader en mesas de dinero, y tiene las certificaciones de AMV en Operador Básico, Renta Fija, Divisas y Derivados. Es Economista y profesional en Finanzas de la Universidad del Rosario. Fue becaria de la Fundación Carolina y finalizó sus estudios de Máster en Finanzas con énfasis en Análisis de Inversiones en la Universidad de Alcalá.

Julián Mesa Caballero es Profesional Junior de la Dirección Financiera y de Riesgo de Asobancaria. Es economista y politólogo de la Universidad de los Andes, con formación complementaria en psicología, antropología y artes. Fue galardonado con la distinción a la Responsabilidad Social Universitaria para el segundo semestre de 2018 otorgada por la Universidad de los Andes.

Jaime Francisco Buriticá Leal es Director de Tesorería del Banco de Comercio Exterior de Colombia S.A. Bancoldex. Cuenta con más de 15 años de trayectoria en el área comercial, inversiones y tesorería en el sector financiero colombiano, experiencia en administración de portafolios de inversión en mercados locales e internacionales, operaciones de cobertura, estructuración de deuda y comercio exterior. En el sector privado se desempeñó como Vicepresidente de Distribución y Ventas y Vicepresidente de Inversiones para Helm Bank, Consultor Financiero para Effectus Advisor Group; así como Director de Tesorería del Banco Popular del Grupo Aval. Como responsable de la estrategia de liquidez, inversiones y riesgo de Balance de Bancoldex, estructuró la primera emisión de Bonos Verdes en el mercado público de valores colombiano por un monto de \$200 mil millones de pesos en cooperación con el Banco Interamericano de Desarrollo y la Secretaria de Estado para Asuntos Económicos de Suiza, así mismo estructuró la primera emisión de Bonos Sociales y Bonos Naranja en Colombia. Es Contador Público de la Universidad Santo Tomas, con Especialización en Economía y Finanzas y Maestría en Administración de Negocios de la Universidad de los Andes.

José Ignacio López Gaviria es Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas de Corficolombiana. Se desempeñó como Economista de la Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF), Economista Jefe del Banco Santander Colombia, Investigador visitante de la Reserva Federal de los Estados Unidos, Profesor de la Escuela de Negocios HEC Paris en Francia y de la Facultad de Economía de la Universidad de los Andes. Ejerció como Coordinador de la Misión del Mercado de Capitales desde el lanzamiento de la Misión en octubre de 2018 hasta febrero de 2019. También ha sido Consultor para empresas del sector financiero y cuenta con varias publicaciones académicas en revistas internacionales. Ha sido miembro de la Asociación Económica Americana, de la Sociedad Econométrica y de la Red de Economía Europea de Bancos Centrales, entre otros. Es Economista de la Universidad de Los Andes, y cuenta con una Maestría en Economía en la misma Universidad y estudios de Maestría y Doctorado de la Universidad de California en los Ángeles.



ASOBANCARIA

Construyendo
la **Confianza** y **Solidez** del sector financiero