

Elementos para la construcción de una agenda para el desarrollo del mercado de capitales en Colombia



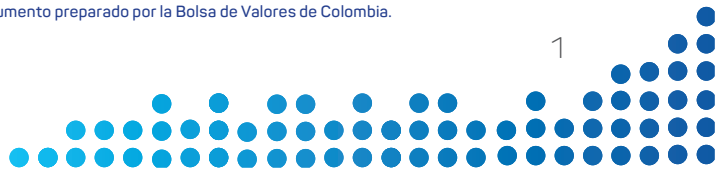




Elementos para la construcción de una agenda para el desarrollo del mercado de capitales en Colombia^[1]

La promoción y desarrollo del mercado de capitales requiere del apoyo decidido y coordinado del Gobierno y del sector privado. El Gobierno juega un papel fundamental en la definición de una visión comprensiva y de largo plazo sobre el rol que debe jugar el mercado de capitales en la economía. El sector financiero, por su parte, es un aliado indispensable para el proceso de reforma y desarrollo. El mercado bancario y el mercado de capitales deben entenderse como complementos que cumplen funciones diferentes y cuyas dinámicas positivas pueden servir para reforzarse mutuamente. En otras palabras, el mercado de capitales necesita contar con el apoyo de los agentes bancarios para su desarrollo, y a su turno aquellos pueden lograr mayor crecimiento y desarrollo en presencia de un mercado de capitales con liquidez y profundidad.

[1] Documento preparado por la Bolsa de Valores de Colombia.



La literatura económica ha identificado de manera contundente las bondades para el proceso de desarrollo de los países de contar con un mercado de capitales desarrollado y que complemente la oferta de financiación del sistema bancario tradicional. La evidencia empírica incluso identifica que esto es aún más importante para economías de ingresos medios como la colombiana, pues son éstas las que más se pueden beneficiar de tener un mercado de capitales funcional para acelerar el proceso de desarrollo. Además de los argumentos tradicionales de movilización de ahorro hacia fines productivos, hacer una mejor asignación del riesgo en la economía y promover el emprendimiento y la innovación, trabajos más recientes sobre las bondades del mercado de capitales apuntan a que en economías con mercados de capitales desarrollados se genera un ecosistema empresarial más dinámico y saludable, lo cual redundaría en mejoras sustanciales en la calidad del mercado laboral y, a través de éste, en la reducción de la pobreza y la desigualdad^[2].

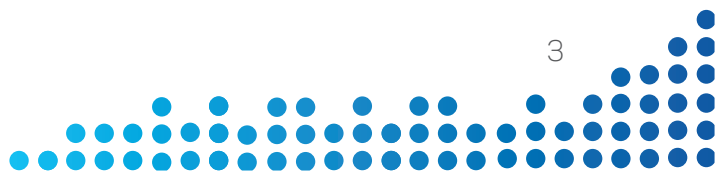
Un mercado de capitales dinámico puede jugar también un papel muy importante a efectos de diversificar las fuentes de financiación, sirviendo de complemento a la banca tradicional. Además, es determinante para estimular la innovación y facilitar la participación de jugadores internacionales que de otra manera no podrían hacerlo sin establecerse en el país y de otros actores como los fondos de deuda, fondos inmobiliarios, entre otros, mejorando el entorno competitivo del sistema financiero en beneficio del país.

[2] Al respecto, ver por ejemplo:

Beck, T., Demirguc-Kunt, A. y Levine, R. (2004). *Finance, Inequality and Poverty: Cross-Country*

La profundización de los servicios financieros en Colombia requiere entonces apalancarse en un mayor desarrollo del mercado de capitales que enriquezca la oferta de productos y facilite el acceso a más individuos y empresas. Afortunadamente, en los últimos años se han producido en el país varios documentos que avanzan en el diagnóstico sobre las limitaciones del mercado y han aportado ideas para su superación, que deben ser tenidos en cuenta. A la luz de estas consideraciones, el presente documento enuncia algunos de los elementos que, a nuestro juicio, se deberían considerar para la construcción de una agenda de reforma (y desarrollo) del sistema financiero y el mercado de capitales colombiano.

Vale aclarar en todo caso, que este documento no incorpora otros aspectos que limitan el desarrollo del mercado de capitales como el elevado nivel de informalidad en la economía colombiana. Consideramos que es oportuno dedicar también un espacio de esta nueva agenda para evaluar el impacto que tiene para el mercado de capitales los avances que se logren en la formalización. El impacto que este frente tiene de acuerdo con experiencias en otros países es tan alto, que hacerlo explícito puede ser un apalancador para construir una estrategia que no solo implemente un gobierno en particular, sino que se convierta en una Política de Estado y que contribuya a generar mayor confianza entre el Estado y el ciudadano.



1. Red bancaria, negocios complementarios y mercado de capitales

Uno de los mayores retos para el desarrollo del mercado de capitales en Colombia consiste en ampliar y facilitar el acceso al mismo. La oferta de productos y servicios para inversionistas, empresas y hogares es aún incompleta y no satisface plenamente las necesidades de inversión y financiación de los distintos participantes. En consecuencia, es necesario avanzar en este campo, apalancándose en las infraestructuras existentes, y promoviendo un mayor desarrollo de otras líneas de negocio. A la luz de lo anterior, se sugiere la adopción de medidas en los siguientes frentes:

A. La red bancaria como punto de acceso al mercado de capitales:

Una ventaja de la prevalencia de grupos financieros con presencia en múltiples subsectores y una red potente con presencia a lo largo y ancho del país, es su capacidad potencial para utilizar la red bancaria para la distribución de diversos productos, incluyendo los del mercado de valores. Este canal, que no ha sido suficientemente explotado en el país, debería poder servir como punto de entrada para el acceso a productos y servicios financieros y del mercado de capitales para todos los colombianos. Así, es conveniente evaluar además la posibilidad de permitir la vinculación de clientes a todo el sistema mediante un contrato multidimensional. Adicionalmente, con el fin de hacer más eficiente el proceso de vinculación, garantizar el acceso permanente y promover una mayor usabilidad de estos servicios, es clave promover la utilización de canales digitales de bajo costo. En suma, sugerimos permitir la promoción y oferta de productos del mercado de valores vía la red bancaria y a través de canales digitales (p.ej., páginas web y apps) de estas instituciones.

B. Desarrollo de líneas de negocio complementarias a la banca tradicional:

Con el fin de garantizar una oferta más completa de productos y servicios para inversionistas, hogares y empresas, es necesario desarrollar industrias complementarias a la de banca tradicional. Por ejemplo, es necesario promover un mayor desarrollo de la industria de gestión de activos (asset management), de modo que esta adquiera más profundidad y alcance mayores niveles de profesionalización y sofisticación. Es deseable que se amplíe la oferta de fondos de inversión colectiva con tesis de inversión distintas y que permitan colocar excedentes de liquidez en sectores diferentes y conseguir un balance de riesgo-retorno que se ajuste mejor a las expectativas de los clientes. Para estos efectos, se debe estimular la proliferación de redes “agnósticas” de distribución, basadas en una arquitectura abierta, que permita la promoción y comercialización de productos a una base más amplia de clientes. Igualmente, se requiere un mayor desarrollo de los canales digitales – para la provisión de asesoría, de servicios transaccionales y de mecanismos pago, entre otros – y una mayor estandarización de la industria de fondos. Finalmente, y de cara al objetivo de diversificar el acceso a distintas fuentes de financiación para empresas de todos los tamaños, es deseable contar con una industria sofisticada de originación y banca de inversión y ampliar la base de inversionistas institucionales y profesionales.

2. Régimen de AFPs

Los fondos de pensiones juegan un papel protagónico como inversionistas en el mercado de capitales colombiano. En efecto, han sido actores determinantes para su desarrollo. Sin embargo, el diseño institucional vigente limita su capacidad de acción, toda vez que no genera los incentivos suficientes para innovar y asumir riesgos en cierto tipo de inversiones, privando a sus afiliados de los retornos asociados a éstas. Con el fin de garantizar una participación más activa de estos fondos en el mercado, a continuación se presentan algunas medidas para potencializar su rol:

A. Naturaleza de la reforma pensional:

Una de las principales tareas del Gobierno en materia económica es la implementación de una reforma pensional. Sin desconocer que el principal objetivo de una reforma pensional debe ser garantizar la sostenibilidad y solidez del sistema, eliminar la competencia que existe actualmente entre sistemas, ampliar la cobertura e incentivar y aumentar el ahorro para pensiones, es fundamental no perder de vista el rol crítico que juegan las AFPs en el mercado de capitales. En ese sentido, es indispensable cuidar que la reforma que se tramite no deteriore el sistema de ahorro individual sino que, por el contrario, lo fortalezca. Este aspecto es clave para garantizar la generación de ahorro de largo plazo en la economía. Por lo tanto, el proyecto de reforma que se presente debe incorporar este criterio y respetar el papel de los fondos de pensiones en el desarrollo del mercado de capitales.

B. Rentabilidad mínima y esquema de remuneración:

El esquema de remuneración aplicable a las AFP prevé que estas deben recibir por su gestión una comisión asociada a las contribuciones de sus afiliados. Además, la fórmula de rentabilidad mínima que deben utilizar las AFP desincentiva^[3] la asunción de mayores riesgos y que por esta vía éstas optimicen la relación riesgo-retorno de los fondos bajo su ad-

[3] Cabe anotar que las AFP cuentan con algunos incentivos en este sentido. Por ejemplo, una parte del patrimonio propio de las AFP está invertida en el mismo fondo de pensiones (reserva de estabilización). Sin embargo, el esquema de incentivos es susceptible de mejoras.

ministración en el largo plazo, en demérito de la rentabilidad para sus afiliados. Adicionalmente, la asignación de costos entre administrador y fondos – donde la AFP debe asumir una porción significativa de los costos (gastos) asociados a la realización de inversiones en tecnología y otras dirigidas a profesionalizar y sofisticar la gestión, pero en cambio, por regla general, el retorno queda en cabeza del fondo – desincentiva la innovación. A la luz de lo anterior, se debe avanzar en los siguientes frentes:

i. Modificar el esquema de compensación, de tal manera que la remuneración de la AFP no sea una comisión fija asociada a las contribuciones, sino que este tenga un componente variable, que dependa del desempeño del administrador del fondo en su gestión. El Gobierno ya cuenta con las facultades para implementar esta medida, de modo que es urgente que avance en su implementación;

ii. Reformar la fórmula de rentabilidad mínima de los fondos de pensiones, de manera que ésta sea un referente exógeno a la gestión de los fondos (por ejemplo, un portafolio de referencia), que genere nuevos incentivos para superarla y que garantice que las AFP cuenten con mayor flexibilidad para el manejo del portafolio, que se estimule la innovación y la gestión de riesgo y limite los incentivos para incurrir en el efecto manada; y

iii. Reformar el esquema de asignación de costos entre la AFP y los fondos bajo su administración, permitiendo cargar al fondo una mayor proporción de los costos directos asociados a las inversiones necesarias para una adecuada gestión del portafolio^[4]. Esto facilitaría que se generen incentivos para la innovación, la diversificación y la inversión en otro tipo de activos que tengan un mayor potencial de maximizar la rentabilidad para los afiliados. Adicionalmente, dados los altos costos relativos asociados a la realización de pequeñas y medianas inversiones, sugerimos modificar y aumentar, para ciertos casos, el límite máximo de inversión de 30% por emisión, por fondo.

[4] En la actualidad, la regulación permite que los fondos asuman sólo algunos de estos costos.

C. Administración delegada para ciertos activos:

Por regla general, las AFP deben ejercer directamente la administración de los portafolios a su cargo. Dado el esquema de incentivos vigente, es conveniente flexibilizar el régimen aplicable en la materia y revisar este enfoque, con el fin de permitir la administración delegada de ciertos activos más complejos^[5]. De este modo, se habilitaría a las AFP para invertir a través de otros administradores en activos y proyectos no convencionales y/o de menor tamaño, con alto potencial de retorno, en los cuales el costo asociado a la realización y monitoreo de las inversiones suele ser mayor y en los que las AFPs no tienen hoy los incentivos para hacerlo.

D. Autorizar la realización de operaciones entre fondos de la misma sociedad administradora:

El régimen jurídico vigente aplicable a los fondos^[6] prevé una prohibición absoluta a la realización de operaciones entre fondos operados por una misma sociedad administradora. Sin embargo, esta restricción resulta inconveniente, en particular respecto de los fondos de pensiones voluntarias administrados por sociedades fiduciarias, que también están habilitadas a administrar FICs. En aras de garantizar una mejor gestión de portafolios, reducir los costos, estimular la competencia y promover un mayor desarrollo de la industria de FICs, es conveniente relajar esta prohibición para estos fondos de pensiones voluntarios. En todo caso, estas operaciones deben realizarse atendiendo a buenas prácticas en materia de administración de conflictos de interés y revelación de información.

[5] Cabe aclarar que existen excepciones a esta regla. Por ejemplo, los fondos de pensiones pueden invertir en ciertos activos no tradicionales a través de fondos de capital privado.

[6] Artículo 171 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero (EOSF).

3. Mercado de rentas vitalicias

El mercado de rentas vitalicias es fundamental para garantizar la adecuada gestión de los recursos pensionales, particularmente en la etapa de desacumulación. Además, los administradores de estos recursos son, naturalmente, actores con horizontes de inversión de largo plazo y con los incentivos adecuados para gestionar los portafolios óptimamente. La presencia de un jugador de estas características, con apetito por activos de largo plazo, es fundamental en un mercado de capitales, toda vez que contribuyen a la construcción de una curva de deuda privada líquida, virtualmente inexistente en Colombia en la actualidad. Esto, a su vez, permitiría la formación de precios de referencia para créditos hipotecarios de más largo plazo. Por lo tanto, los proveedores de rentas vitalicias – las aseguradoras – tienen la potencialidad de jugar un rol protagónico en el mercado de capitales – como ocurre, por ejemplo, en Chile o en Australia – llenando además un espacio que en la actualidad se encuentra vacío.

Sin embargo, existen una serie de elementos en el diseño institucional que hacen que el riesgo de ofrecer este producto sea excesivo, desincentivando el desarrollo del mercado. Por lo tanto, es necesario generar condiciones que limiten la incertidumbre jurídica asociada a la prestación de este servicio y viabilicen el producto. En particular, se requiere avanzar en los siguientes aspectos:

A. Indexación al salario mínimo:

Uno de los elementos que hace virtualmente imposible el cálculo actuarial asociado a la provisión de las rentas vitalicias en Colombia es la garantía de pensión mínima ligada al salario mínimo. Dado que este se fija a partir de un proceso político y no de criterios técnicos, en la práctica este se convierte en un riesgo no asegurable. Esto, a su vez, restringe definitivamente la capacidad de las aseguradoras de proveer este producto a la mayor parte de pensionados en Colombia. Aunque con la expedición de la Ley 1753 de 2015 y el Decreto 36 de 2015 se avanzó en este campo, al fijar en cabeza del Gobierno la capacidad de garantizar el diferencial entre el incremento de la inflación y el del salario mínimo, es deseable establecer mecanismos aún más robustos que garanticen definitivamente que el Gobierno efectivamente asumirá en el futuro dicho diferencial – el riesgo de deslizamiento – y el costo asociado al mismo.



Alternativamente, se podría diseñar un mecanismo tal que garantice que las pensiones se puedan ajustar solo con inflación, manteniendo la pensión mínima igual al salario mínimo únicamente al momento de pensio- narse. Esto eliminaría el costo fiscal de este riesgo y la incertidumbre para los emisores de rentas vitalicias, propiciando el desarrollo de esta industria.

B. Seguridad jurídica y el rol de los jueces:

Es clave desarrollar mecanismos que den claridad sobre la no afecta- ción para los emisores de los contratos de rentas vitalicias existentes, producto de fallos judiciales. Esto requiere limitar a través de ley o de sentencias de unificación, las facultades de los jueces para reliquidar pensiones y que estas se basen exclusivamente en factores objetivos, fundamentados en la ley. Alternativamente, se podría diseñar un meca- nismo que deje en cabeza de la Nación los riesgos políticos/judiciales inherentes a este producto.

Otra alternativa en este sentido consiste en la creación, por vía de ley, de un mecanismo (administrativo y cuasi judicial) de resolución de con- troversias en materia pensional que sea decidido de manera técnica y expedita por la Superintendencia Financiera, mediante la atribución de funciones jurisdiccionales. Este debería incluir la posibilidad de conceder medidas de protección temporal, de tal manera que opere adecuada- mente el principio de subsidiariedad de la tutela, y solo en los casos más complejos sea necesario acudir a la rama judicial.

Por otra parte, con el fin de desestimular que se reliquiden pensiones ya reconocidas para incluir factores no salariales sobre los cuales no se hicieron cotizaciones, es necesario que ese mayor valor de mesada esté soportado en aportes – por oposición a lo que ocurre hoy, que es posi- ble acceder a mayores pensiones sin ningún costo para el pensionado. Eso puede lograrse mediante una reforma legal, estableciendo una regla de cálculo para que el valor de la mesada ajustada sea acorde con los aportes recibidos.

4. Micro-inversión y micro-inversionistas

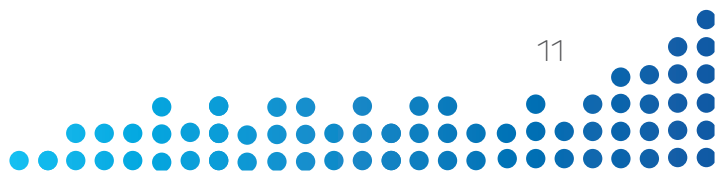
Es importante reconocer que la Superintendencia Financiera ha venido trabajando recientemente en este tema, por vía de regulación técnica a su cargo. Sin embargo, se debe avanzar definitivamente en los siguientes campos, con el fin de garantizar que el mercado de capitales represente una alternativa real y costo-eficiente de inversión formal para un segmento más amplio de la población:

A. Definición de micro-inversión:

Tal y como ha ocurrido en el campo del micro-crédito y de los micro-seguros, se debe incorporar en la regulación de valores el concepto de micro-inversionista y micro-inversión. Para el efecto, se deben establecer definiciones claras e inequívocas – incluyendo aspectos como montos de inversión, calidades de los inversionistas, deberes de revelación de información, entre otros – que sienten las bases de un régimen especial, más simple y flexible.

B. Vinculación digital y simplificada:

Atendiendo a la naturaleza de las micro-inversiones, y con el fin de potencializar este mecanismo, es fundamental reducir los costos de atención asociados a estos clientes y facilitar su vinculación y gestión. En particular, se debe definir un procedimiento ligero y simplificado, con menores cargas – por ejemplo, en términos de requisitos de conocimiento del cliente, SARLAFT, etc. – para los intermediarios o infraestructuras que vinculen a estas personas. Se debería permitir incluso la vinculación directa de inversionistas a las infraestructuras, limitando al máximo costos derivados de la regulación, en casos en que estas obligaciones no se justifiquen.



C. Adecuación del deber de asesoría:

Entendiendo que el deber de asesoría es fundamental para el buen funcionamiento del mercado de capitales, también es cierto que las cargas asociadas al mismo deben ajustarse – y hacerse proporcionales – al perfil del inversionista, al producto ofrecido, a los riesgos asumidos y a los montos de inversión. Partiendo de este postulado, y en línea con la recomendación anterior, se debe adecuar el deber de asesoría de los intermediarios o plataformas que participen en el proceso de micro-inversión, de tal manera que se alivianen significativamente las cargas asociadas. Se debe fomentar además el desarrollo y uso de mecanismos de asesoría básica a través de instrumentos tecnológicos.

D. Pago de dividendos por medios electrónicos:

En línea con lo anterior, se debe permitir el uso de mecanismos que faciliten el giro de dividendos a los micro-inversionistas. Para estos efectos, es fundamental el desarrollo y reducción de costos asociados al uso de los sistemas de pago de bajo valor, con el fin de potencializar el mecanismo de pagos digitales.

Para evitar asimetrías regulatorias que distorsionen el uso de productos financieros análogos a la microinversión, los cambios normativos sugeridos, deben estar acorde con las exigencias vigentes para otros productos de características similares, como por ejemplo las Cuentas de Ahorro de Tramite Simplificado.

5. Acceso a emisores: Reducción de costos, mercado de riesgo y emisores públicos

Una de las principales funciones del mercado de capitales (si no la más importante) es servir como mecanismo de financiación de proyectos productivos en la economía. Si bien el mercado colombiano sirve efectivamente como canal de financiación para el Gobierno y para un número reducido de grandes empresas, tiene todavía un alcance limitado respecto de otras compañías de sectores no tradicionales y de empresas de menor tamaño. En consecuencia, se debe buscar la vinculación de más empresas al mercado y para ello avanzar en simplificar el acceso al mercado y reducir los costos de emisión. Algunos de los frentes de trabajo en este campo incluyen:

A. Reducción de costos:

Uno de los mayores obstáculos para acceder al mercado de capitales son los costos asociados a la realización de emisiones. Por ejemplo, bvc ha estimado que los costos de realizar una emisión de bonos son aproximadamente diez veces mayores que los de una emisión de CDTs. Es clave avanzar entonces en la reducción de costos de acceso y sostenimiento. Para el efecto se requiere:

- i. Reducir los tiempos que tarda de vinculación al RNVE y de aprobación de los prospectos;
- ii. Diseñar documentos proforma de fácil diligenciamiento^[7];
- iii. Garantizar la efectividad de los procedimientos abreviados para emisores recurrentes o de entidades vigiladas por la SFC;
- iv. Revisar las tarifas a nivel de la SFC, bvc, Deceval y Cámara de Comercio^[8]; y
- v. Evaluar la posibilidad de promover incentivos para el acceso a y permanencia en el mercado de valores.

[7] Respecto de este tema vale la pena mencionar que la SFC publicó en la semana del 3 de septiembre un proyecto de circular que busca avanzar en este campo, fijando parámetros para el diseño de "Prospectos de Información Estandarizados".

[8] Adicional a los costos de emisión, otros costos como el de registro en Cámara de Comercio del 0,7% constituyen un desincentivo a las ampliaciones de capital.

B. Desarrollar un mercado de riesgo:

Uno de los principales obstáculos al acceso de más empresas del sector real a la financiación del mercado de capitales es la ausencia de un mercado de riesgo de crédito bien desarrollado. Dar solución a este problema exige resolver sus causas, dentro de las cuales se incluyen: la falta generalizada de apetito por activos de esta naturaleza – fenómeno que se ha denominado el “sesgo AAA”; el sistema de incentivos de las AFP; la falta de desarrollo de la industria de asset management, en particular de fondos de inversión colectiva y rentas vitalicias; y el limitado atractivo del mercado de deuda privada, que a su vez tiene que ver con un sesgo regulatorio en contra de la tenencia de estos títulos en cabeza de los intermediarios del sector financiero, entre otros.

C. Emisores públicos:

Además de definir una política de promoción del mercado de capitales, el Gobierno, en su rol de emisor y actor del mercado, puede ayudar a su desarrollo con acciones y con ejemplo. El Gobierno puede promover una participación más activa de las empresas de su propiedad en el mercado de valores. Estos procesos tienen varias ventajas:

(i) efecto demostración; (ii) cambio de régimen de estas empresas, quedando sujetas a normas de derecho comercial privado; (iii) incorporación de mejores prácticas de gobierno corporativo; y (iv) consecución de recursos necesarios para la realización de inversiones.

A la luz de lo anterior, sugerimos:

- i.** Promover los procesos de democratización accionaria, aumentando el número de emisores públicos; y
- ii.** Aumentar el flotante de las empresas ya inscritas en bolsa.

6. Acelerar la adopción de la IBR

Pasados diez años desde que comenzó a funcionar el esquema de formación del IBR, su adopción como tipo de interés de referencia no es plena. Mientras tanto, se sigue usando la DTF – que no tiene un mecanismo de formación de precios de mercado – como tipo de referencia en el sistema financiero, en el sector real y por parte del Gobierno en distintos ámbitos. Esta situación resulta problemática, tanto para la economía, como para el sistema financiero y el mercado de capitales en la medida en que (i) inhibe el desarrollo del mercado de derivados, elemento fundamental para el buen funcionamiento del mercado de valores y para la adecuada administración de riesgos en la economía; (ii) limita la profundidad del mercado de valores; y (iii) dificulta y ralentiza la adecuada transmisión de la política monetaria a la economía. A la luz de lo anterior, es urgente adoptar medidas tendientes a acelerar el proceso de conversión de los balances de los bancos a esta tasa de referencia de mercado. En particular, se debe avanzar en los siguientes frentes:

A. Definición de una fecha de adopción definitiva del IBR como tipo de referencia:

Sugerimos analizar la posibilidad de fijar una fecha obligatoria de adopción del IBR como tipo de referencia, sustituyendo para todos los efectos la DTF a partir de dicha fecha^[9].

B. Limitar el uso de la DTF por parte del Estado y otras entidades:

Suspender la emisión de instrumentos de deuda de entidades públicas e indexación de contratos atados a la DTF. En este aspecto, una medida inmediata que estimularía la transición hacia la IBR, podría consistir en hacer que las inversiones obligatorias que deben realizar los establecimientos bancarios en Títulos de Desarrollo Agropecuario (TDAs), estén expresados en IBR.

[9] En el caso de España, por ejemplo, se sustituyó por disposición legal el MIBOR por el EURIBOR como tipo de referencia en el año 2000.

7. Otros temas

A. Delimitación de roles entre la Bolsa de Valores de Colombia (bvc),

el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV) y la SFC: Actualmente, existen algunas dudas sobre la delimitación de roles y responsabilidades a cargo de bvc, AMV y la SFC. Esto se debe a la existencia de interpretaciones diversas sobre el alcance de las funciones de monitoreo de los mercados que le están asignadas a las bolsas o a los administradores de sistemas de negociación de valores. La coexistencia de regímenes vigentes desde 1929 con marcos normativos más recientes, en ocasiones han generado interpretaciones que concluyen que a bvc le corresponde realizar labores de supervisión o de autorregulación, a pesar de que éstas han sido claramente asignadas a la entidad encargada de la inspección, control y vigilancia del sector financiero, o en su defecto, a AMV.

Esta situación genera riesgos e incertidumbre para el desarrollo de la actividad de bvc, así como confusión en los participantes del mercado al no tener clara la división de funciones entre estas tres instituciones.

En este contexto, se propone la revisión de los textos legales de segundo nivel (decretos y circulares de la SFC) para aclarar definitivamente el alcance de las funciones legales de los proveedores de infraestructura, particularmente de bvc. En especial, se debe eliminar cualquier ambigüedad que pudiera subsistir respecto del nivel de responsabilidad que le atañe como proveedor de infraestructura, dada su naturaleza y el marco jurídico en el que actúa, de acuerdo con el arreglo institucional que se estableció a partir de la Ley del Mercado de Valores.

B. Pagos digitales:

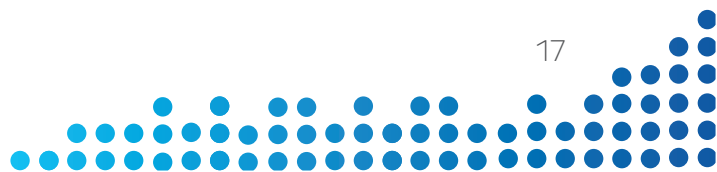
Como parte de la estrategia de formalización e inclusión financiera, Colombia debe avanzar definitivamente en la adopción de mecanismos que faciliten y simplifiquen el uso de instrumentos de pago electrónico. En particular, se deben adoptar medidas tendientes a promover la seguridad y reducir los costos de acceso y uso de los sistemas de pago de bajo valor (ACH, Redeban y CENIT). Los elevados cargos de las transferencias electrónicas en el país dificultan la vinculación de clientes con pocos recursos a productos de inversión e imposibilitan el desarrollo de productos adecuados para este tipo de inversionistas a través de plataformas digitales. En el mismo sentido, se deben adoptar medidas tendientes a (i) incentivar la aceptación de pagos digitales por parte de los establecimientos de comercio; y (ii) aumentar la educación financiera, en aras de superar problemas asociados con falta de confianza y de familiaridad con los sistemas de pago electrónicos por parte del público. En últimas, la aspiración debe ser que las personas puedan acceder a productos del mercado de valores en forma fácil, segura y costo eficiente desde sus dispositivos móviles.

C. Factura electrónica y REFEL:

Con el fin promover el acceso por parte de las PyMEs a fuentes formales de financiamiento, es fundamental seguir avanzando en la implementación de un sistema que facilite la financiación a través de facturas electrónicas de manera eficiente, segura y con menores costos. Para el efecto, se debe definir cuanto antes quién será el encargado de administrar el registro de facturas electrónicas (REFEL).

D. Implementación de estándares internacionales de regulación:

En los últimos años se han producido avances significativos en lo que tiene que ver con la adopción de mejores estándares internacionales de regulación y supervisión financiera (p.ej., mediante la expedición de la Ley de Conglomerados Financieros y decretos complementarios y de normas tendientes a adoptar los estándares de Basilea III. Esta tarea es clave de cara a la mayor internacionalización del sistema y al objetivo de garantizar la adecuada asignación y valoración de riesgos en el mismo.



E. Emisión de CDTs de largo plazo:

En respuesta a cambios normativos, y atendiendo a la adopción de mejores prácticas para la adecuada gestión de riesgos, los bancos han venido alargando los plazos de sus pasivos, buscando así un mejor calce con la duración de sus activos. No obstante, esto se ha venido logrando en gran medida mediante la emisión de CDTs de largo plazo. Esta decisión está motivada, entre otros, por los mayores costos de emisión para los bonos, los tiempos de emisión, asimetrías regulatorias y el apetito por parte de algunos inversionistas institucionales (p.ej., FICs, PA FONPET y fondos de pensiones).

Sería deseable que el instrumento natural para la financiación de largo plazo de los bancos fueran los bonos, como es usual en la práctica internacional. En efecto, los instrumentos de deuda que se emiten en el mercado de capitales tienen múltiples bondades – cuentan con una calificación de riesgos, gozan de una adecuada formación de precios y mayor estandarización, entre otros. Para alinear los incentivos de los bancos hacia una mayor participación como emisores en el mercado, es necesario reducir los costos y limitar las trabas asociadas a la emisión de bonos por parte de estas entidades. A la luz de lo anterior, sugerimos:

i. Reducir el sesgo regulatorio: Moderar los sesgos en contra de la emisión de bonos por parte de los bancos y en favor de la inversión por parte de ciertos portafolios, particularmente los públicos, en CDTs de largo plazo, en perjuicio del desarrollo de un mercado de bonos de entidades financieras profundo y líquido- En particular, se propone:

· Flexibilizar el régimen de emisión de bonos para los bancos:

Dado su carácter de entidades financieras, que están sometidas a la vigilancia permanente de la SFC, se propone flexibilizar

[10] En los procesos de liquidación de entidades financieras los depósitos son excluidos de la masa de liquidación. En consecuencia, reciben tratamiento preferencial al ser pagados prioritariamente con los activos de la entidad en liquidación, situación que no debería ser predicable respecto de los inversionistas institucionales y profesionales en inversiones de largo plazo.

el régimen aplicable a la emisión de bonos por parte de los bancos. Se podrían considerar requisitos especiales y más ligeros, tanto para las emisiones individuales, como para los programas de emisión, permitiendo al emisor escoger el mercado (primer o segundo mercado) dado un cupo pre-aprobado, según sus necesidades y el apetito de los inversionistas al momento de emitir.

- **Facilitar las reaperturas:**

Facilitar el proceso de reapertura de emisiones anteriores.

- **Reducción de tiempos y costos:**

Es fundamental trabajar para reducir costos y tiempos de emisión de bonos.

ii. Ajustes al seguro de depósito: Con el fin mitigar posibles problemas de riesgo moral derivados de la aplicación del esquema de seguro de depósito a estos instrumentos^[10], es deseable introducir algunos ajustes a este mecanismo en este ámbito. Por ejemplo, dar a los CDTs con plazos superiores a 18 meses el mismo tratamiento de los bonos.

F. Número mínimo y participación máxima de inversionistas en fondos de inversión colectiva (FIC):

Con el fin de facilitar una oferta más amplia y diversa de productos de inversión, es conveniente flexibilizar las restricciones sobre número mínimo y participación máxima de inversionistas en los FIC.

G. Gravamen a los movimientos financieros:

Uno de los principales obstáculos a la inclusión y formalización financiera en Colombia es el GMF. Por lo tanto, es clave incluir la eliminación o descuento pleno del 4x1000 en la reforma tributaria que tramitará el Gobierno.

