

Construyendo las bases de la nueva Misión del Mercado de Capitales en Colombia

Luis Fernando Alarcón

El objetivo del presente documento es realizar un diagnóstico preliminar del estado actual del mercado de capitales colombiano, con el fin de identificar no solo los principales avances que ha registrado este mercado en los últimos años, sino las grandes oportunidades de mejora y los desafíos que aún persisten en este frente. Así las cosas, se espera que este trabajo permita delinear una hoja de ruta más clara de la dirección hacia la cual deberían avanzar cada uno de los mercados y agentes participantes, así como de las prioridades del país en la búsqueda de un mercado de capitales más profundo, líquido, dinámico y eficiente. Con esto en mente, tomando como referencia este y otros trabajos, se pretende convocar al Gobierno, los reguladores y supervisores y, en general, a los distintos actores públicos y privados para que desarrollen una nueva Misión del Mercado de Capitales, que recoja las tareas pendientes de la primera Misión en 1995 de acuerdo con la nueva realidad económica, política, social y tecnológica del país.

Bogotá D.C, Colombia
2017

Construyendo las bases de la nueva Misión del Mercado de Capitales en Colombia

Presentación

Teniendo en cuenta la pobre evolución del mercado de capitales colombiano en el pasado reciente, la Asociación Bancaria de Colombia - Asobancaria, ha promovido en distintos escenarios la iniciativa de convocar una nueva Misión del Mercado de Capitales, que permita delinear una hoja de ruta y unas prioridades que convoquen al Gobierno y a los distintos actores tanto públicos como privados, en el propósito compartido de dinamizar y hacer más profundo y eficiente este mercado.

La Asociación, y Corficolombiana como copatrocinador, consideraron mi nombre para adelantar este diagnóstico preliminar y proponer las que, pudieran ser, las nuevas bases de esta Misión. Les estoy muy reconocido por darme esta oportunidad, teniendo en cuenta que no soy un académico, pero sí alguien que en distintos momentos de su carrera profesional ha tenido responsabilidades asociadas con diferentes temas relacionados con el mercado de capitales. Por eso, la metodología empleada fue muy pragmática y el estudio, además de analizar la evolución reciente del mercado y revisar los documentos escritos durante los últimos años, se basó en entrevistas hechas a un grupo significativo de personas conocedoras y cercanas a las actividades de los distintos mercados.

Así, se procedió a organizar este informe en cinco secciones, además de este apartado. En primera instancia se presentará un recuento sobre los antecedentes generados a raíz de la primera Misión para el Mercado de Capitales. En la sección posterior se podrá encontrar el análisis y descripción de las distintas facetas del mercado desde la creación de la Bolsa de Valores de Colombia. Posteriormente, se hacen algunas reflexiones y diagnósticos relevantes, a mi juicio, para la actualidad del mercado de capitales. Con lo anterior, se procedió a formular algunas recomendaciones que podrían tenerse en cuenta en la agenda futura para profundizar el mercado y las cuales se hallan recopiladas en la sección número cuatro. Por último, se consignan las principales conclusiones de este informe.

Agradezco el apoyo que me dio Asobancaria, a través de Rogelio Rodríguez y Marcela Rey Hernández, quienes me acompañaron en las entrevistas. Además, Marcela me ayudó con la búsqueda de información y su procesamiento, y preparó unos resúmenes muy completos y útiles de lo conversado en las entrevistas. A ellos, quienes me hicieron muchos aportes y sugerencias, y me enseñaron muchas cosas, mil gracias.

Finalmente, aclaro que en la actualidad presido la Junta Directiva del Grupo de Inversiones Suramericana, y que este trabajo para nada compromete la posición de esa compañía. Soy el único responsable de lo que aquí se dice.

Luis Fernando Alarcón.

Contenido

1	Antecedentes: la Misión del Mercado de Capitales de 1995.....	5
2	Evolución de los mercados, administradores e inversionistas desde la creación de la BVC	8
2.1	Mercados	8
2.1.1	Deuda Pública.....	8
2.1.2	Deuda Privada	10
2.1.3	Renta Variable.....	13
2.1.4	Derivados.....	16
2.2	Administradores e Inversionistas	17
2.2.1	Sociedades Administradoras de Pensiones y Cesantías	17
2.2.2	Fondos de Pensiones Voluntarias.....	20
2.2.3	Sociedades Fiduciarias	21
2.2.4	Fondos de Capital Privado.....	24
3	Reflexiones, consideraciones y diagnóstico sobre el Mercado de Capitales en Colombia	27
3.1	Mercado de Renta Fija	29
3.2	Mercado de Renta Variable	31
3.3	Fondos	33
3.3.1	Fondos de Pensiones Obligatorias y el FONPET.....	33
3.3.2	Fondos de Inversión Colectiva y de Pensiones Voluntarias.....	34
3.3.3	Fondos de Capital Privado.....	36
3.4	Sociedades Aseguradoras	37
3.5	MILA - Alianza del Pacífico	39
3.6	Las concesiones de cuarta generación (4G) y otros proyectos de infraestructura	40
3.7	La infraestructura del mercado.....	41
3.8	Las Autoridades.....	41
4	Recomendaciones y agenda futura.....	42
4.1	Integración financiera en el marco de la Alianza del Pacífico: una gran prioridad.....	44
4.2	Mayor eficiencia en la gestión de los portafolios pensionales	45
4.3	Las rentas vitalicias: complemento indispensable del Régimen de Ahorro Individual.....	46
4.4	Democratización de activos estatales y nuevos vehículos.....	46
4.5	Costos, infraestructura, información y procesos	47
4.6	Educación financiera	48

4.7 El Indicador Bancario de Referencia..... 48

4.8 Las autoridades..... 49

4.9 Recomendaciones complementarias..... 49

5 Conclusiones 50

6 Bibliografía 54

7 Anexo 1. Listado de Entrevistas 57

1 Antecedentes: la Misión del Mercado de Capitales de 1995

En febrero de 1995, con el apoyo del Banco Mundial se lanzó la primera Misión de Estudios del Mercado de Capitales, que entregó su informe en mayo del año siguiente. Un esfuerzo de esta naturaleza parecía indispensable, debido a los importantes cambios que había exhibido la economía colombiana, especialmente en algunas de sus principales instituciones, como resultado de la Constitución Política de 1991. Dentro de estos cambios, se destacan: la independencia del Banco de la República, la creación del nuevo régimen de pensiones a través de la Ley 100 de 1993, el proceso de apertura económica y la apertura a la inversión privada en el desarrollo de proyectos de infraestructura, en sectores altamente intensivos en capital como el energético y la infraestructura de transporte. Este estudio fue dirigido por Mauricio Cárdenas desde Fedesarrollo, y en él participaron cerca de cuarenta expertos nacionales y extranjeros.

Como punto de partida, la Misión reconoció la importancia de la estabilidad macroeconómica como motor de desarrollo del mercado de capitales. En particular, niveles bajos de inflación y de tasas de interés, así como mayores tasas de ahorro, deberían ser el mejor incentivo para el dinamismo del mercado, que facilitaría acometer las cuantiosas inversiones públicas y privadas requeridas por el país para modernizar su infraestructura y su aparato productivo, así como para hacerle frente a los retos de la internacionalización de la economía.

El informe reconoció, además, el cambio fundamental que representó la creación de los Fondos de Pensiones y Cesantías para la dinamización de la demanda, y el círculo virtuoso que el crecimiento previsible de los activos bajo su administración habría de tener sobre este mercado. Dentro de los efectos positivos de la existencia de los inversionistas institucionales, cabe mencionar su estímulo al ahorro de largo plazo, a la innovación y modernización del mercado y al mejor gobierno corporativo de las empresas. De ahí la importancia otorgada a crear condiciones para el desarrollo de una mayor oferta de instrumentos que atendiera a la creciente demanda.

Dada la importancia que adquirieron estos actores en el mercado de capitales, desde ese entonces se inició una discusión que aún hoy se mantiene en torno a las reglas sobre la conformación de los portafolios administrados, así como sobre los esquemas de rentabilidad mínima y los incentivos que los administradores tienen para asumir riesgos. Por otra parte, se reconoció la importancia de generar condiciones apropiadas para la inversión extranjera de portafolio.

En cuanto a la oferta de títulos y activos privados, el informe documentó ampliamente su debilidad, tanto en renta fija como en renta variable. Por tal razón, además de plantear la necesidad de reducir la complejidad de los procesos de emisión y de disminuir sus costos asociados, se insistió en la importancia de la labor promotora por parte de los intermediarios, así como en la necesidad de eliminar trabas regulatorias, normativas y administrativas, con el fin de lograr procesos más fluidos. Al mismo tiempo, y desde la perspectiva del sector privado, se señaló la urgencia de crear nuevos instrumentos como las titularizaciones y el leasing inmobiliario, además de impulsar el surgimiento

de fondos de capital de riesgo, como un primer paso para acercar las empresas al mercado de capitales.

El informe de la primera Misión insistió, además, en la necesidad de un desarrollo adecuado del mercado de TES, haciendo énfasis en la importancia de generar una curva de rendimientos que sirviera de referencia para otros papeles tanto públicos como privado. Así mismo, se mencionó la necesidad de lograr un fortalecimiento de los mecanismos de mercado para la colocación de estos títulos, y se documentó el rol que tales valores deberían cumplir, de acuerdo con la Ley, en la realización de las operaciones de mercado abierto del Banco de la República.

En ese documento había conciencia del importante rol que el financiamiento de la Nación debería cumplir para profundizar el mercado de capitales, para lo cual era necesario desarrollar su mercado secundario. Adicionalmente, desde la perspectiva del sector público, se hicieron varias recomendaciones en torno al papel que en el futuro podrían cumplir las privatizaciones de activos estatales para incrementar la oferta de acciones, así como la forma de financiar los nuevos proyectos de infraestructura a través de mecanismos de “*Project Finance*”, acudiendo al mercado de capitales, como ya se venía dando reiteradamente en las economías emergentes.

En cuanto a la existencia de instrumentos y mecanismos de cobertura de riesgos, el informe tomó como punto de partida su muy incipiente desarrollo en el país, para hacer énfasis en la necesidad de dichos instrumentos y mecanismos para lograr una mayor profundización del mercado de capitales. En este sentido, en el documento se propuso que coexistiera una bolsa de futuros y opciones con el desarrollo del mercado mostrador (OTC), especialmente para la negociación de los derivados más sofisticados. Se señalaba, además, la necesidad de precisar los aspectos tributarios y contables esenciales en la materia, así como la necesidad de “*clearing houses*” debidamente capitalizadas.

En el campo del desarrollo institucional, se reconoció la importancia de modernizar la regulación y la arquitectura para facilitar el desarrollo del mercado de capitales. Dentro de los temas centrales en este aspecto se formularon las recomendaciones de: agilizar el proceso de integración que para esa época ya habían iniciado las bolsas de valores de Bogotá, Medellín y Occidente; promover el establecimiento de mecanismos eficaces de autorregulación; realizar una debida separación de las competencias reglamentarias (Sala General) de las competencias de inspección, vigilancia y control (Superintendencia de Valores), entre otras. Sobre este último punto, se recomendó crear una jurisdicción especializada para dirimir conflictos entre particulares, dado el conocimiento especial requerido en este tipo de temas, que rebasa lo puramente jurídico.

Sin duda, las reflexiones y conclusiones de la primera Misión constituyeron una auténtica hoja de ruta para la evolución del mercado de capitales. Sus recomendaciones han conducido a que en la actualidad Colombia cuente con unas instituciones y una infraestructura, que aunque distan de ser perfectas, implican un cambio sustancial frente a las que existían hace veinte años. Dentro de los cambios estructurales más sobresalientes, cabe señalar los siguientes:

- La expedición de la Ley 384 de 1997, que estableció los requisitos de inversión de los TES Clase B.
- La creación de los sistemas electrónicos de negociación: El SEN en 1998 y el MEC en 2001.
- La integración de las bolsas de Bogotá, Medellín y Occidente en la Bolsa de Valores de Colombia en 2001.
- La democratización de la propiedad de algunas empresas estatales: ISA en 2000, ETB en 2001, Ecopetrol en 2007, ISAGEN en 2008.
- La creación de la Titularizadora Colombiana en 2002.
- La integración de la Superintendencia Bancaria y de la Superintendencia de Valores en la Superintendencia Financiera de Colombia en 2005.
- La Ley 964 de 2005 que, entre otros temas, propendió por el fortalecimiento del gobierno corporativo de los emisores, estableció las reglas para la creación de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) y dio lineamientos generales sobre autorregulación.
- El lanzamiento del programa “Colombia Capital” por parte de la Bolsa de Valores de Colombia, para apoyar empresas con potencial para ser nuevos emisores de valores.
- El Decreto 2175 de 2007, que reglamentó las Carteras Colectivas.
- La creación de la Cámara de Compensación de Divisas en 2007.
- La creación de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC), del mercado de futuros estandarizados y del Indicador Bancario de Referencia (IBR) en 2008, desarrollos fundamentales para el crecimiento del mercado de derivados.
- La reglamentación de los Fondos de Capital Privado y la habilitación de los Fondos de Pensiones Obligatorias (FPO) para invertir en ellos.
- La expedición del Código País en 2007, propiciando el gobierno corporativo de los emisores, así como su posterior revisión en 2015, buscando cumplir con los estándares de la OECD.
- La creación del esquema de Multifondos para los FPO en 2009.
- La inscripción de la primera compañía extranjera en Colombia, *Pacific Rubiales Energy*, en 2009.
- La puesta en marcha del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) y del Mercado Global Colombiano en 2010.
- La expedición de los Decretos 1242 y 1243 de 2013, mediante los cuales se adecuó la normatividad de los Fondos de Inversión Colectiva.

La anterior es tan solo una breve reseña de los principales hitos del desarrollo del mercado de capitales colombiano a partir de la primera Misión de 1995. La mayor parte de los avances que registró este mercado fueron identificados y propuestos por la Misión, por lo que parece razonable señalar que en ese entonces se estableció una hoja de ruta que sirvió de guía orientadora para los siguientes veinte años.

2 Evolución de los mercados, administradores e inversionistas desde la creación de la BVC

2.1 Mercados

2.1.1 Deuda Pública

Uno de los principales avances del mercado de capitales colombiano fue haber logrado un desarrollo notable del mercado de deuda pública. En términos generales, el país cuenta con un profundo y eficiente mercado gracias a unas políticas consistentes, a una actuación coordinada de las distintas instituciones participantes y, en general, al adecuado desempeño económico del país durante las últimas dos décadas. Por supuesto, en este propósito desempeñó un papel determinante el crecimiento y desarrollo de los inversionistas institucionales, así como las acciones gubernamentales tendientes a profundizar este mercado.

Así las cosas, a comienzos de la década anterior el mercado de renta fija exhibió una expansión importante en los volúmenes negociados, registró un incremento en la oferta de títulos, amplió la base tanto de emisores como de inversionistas, además de lograr un fortalecimiento de la infraestructura de mercado (BVC, 2012). Sobre este último punto, la creación por parte del Ministerio de Hacienda del programa de Creadores de Mercado para títulos de deuda pública en 1997 constituyó el marco propicio para el desarrollo de este segmento.

A lo anterior se suma la decisión del Gobierno Nacional de sustituir deuda externa por deuda interna en 2001, proceso que no solo amplió el número de referencias emitidas de títulos gubernamentales, sino que consolidó al Gobierno Nacional Central como el principal emisor de deuda pública, y en general de renta fija. Según cifras de la Bolsa de Valores de Colombia, la oferta de títulos del Gobierno en los mercados locales se incrementó en 76,8% entre 2002 y 2006.

Es importante resaltar que la ampliación de referencias de títulos a distintos plazos permitió el desarrollo de una primera versión de la curva de rendimientos, proceso que se terminó de completar en 2005 con la emisión de papeles a quince años. Además de los beneficios que esto trajo consigo en el desarrollo del mercado de deuda pública, esta curva generó las condiciones necesarias para que empresas del sector privado comenzaran a estructurar sus primeras emisiones de títulos a mediano y largo plazo, contribuyendo así a la profundización del mercado de deuda privada.

El aumento en la oferta de títulos ayudó al desarrollo del mercado, en tanto que estuvo acompañado por un incremento en la demanda (necesario para absorber la mayor oferta). Así las cosas, el crecimiento en los montos administrados por los fondos de pensiones, las

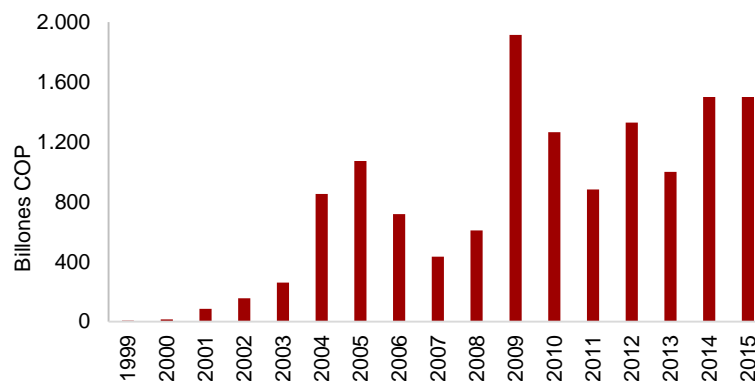
fiduciarias y las comisionistas de bolsa permitió la compra de las nuevas emisiones; sin embargo, la estrategia de “comprar y retener” que llevaron a cabo muchos inversionistas institucionales redujo de manera importante la rotación de estos instrumentos de deuda pública.

Por otra parte, el comportamiento de las tasas de interés locales, influenciado en gran medida por la postura monetaria que adoptara el país, determinó en buena forma el desempeño del mercado de renta fija. Desde mediados de 2006 hasta finales de 2008 el precio de los instrumentos de deuda se redujo, así como los volúmenes negociados, por cuenta del incremento en las tasas de referencia del Banco de la República. De esta manera, tras la rápida expansión del mercado entre 2002 y 2006, en tan solo dos años (2007-2008) el volumen negociado se redujo drásticamente en cerca del 70%.

Para hacerle frente a la reducción en los volúmenes negociados y a la falta de liquidez en ese momento, el Gobierno implementó una nueva regulación que les permitía a todos los agentes del mercado participar y negociar en el mercado mostrador (OTC). Si bien esta medida sirvió para robustecer el marco normativo y regulatorio y en un primer momento incrementó los volúmenes negociados, no se logró mejorar la formación de precios ni se generaron efectos a largo plazo en términos de volúmenes negociados o liquidez.

Entre 2008 y 2010, por su parte, las autoridades económicas decidieron hacerle frente a la desaceleración de la economía mediante políticas expansivas, de manera que las menores tasas de interés favorecieron el desempeño de los mercados de deuda pública; sin embargo, una situación similar a la del 2006 se registró en 2011, cuando la menor liquidez en el mercado y el aumento en las tasas de interés redujeron la emisión de títulos de deuda pública. En los últimos años, no obstante, se ha registrado una leve recuperación de los volúmenes negociados (Gráfico 1).

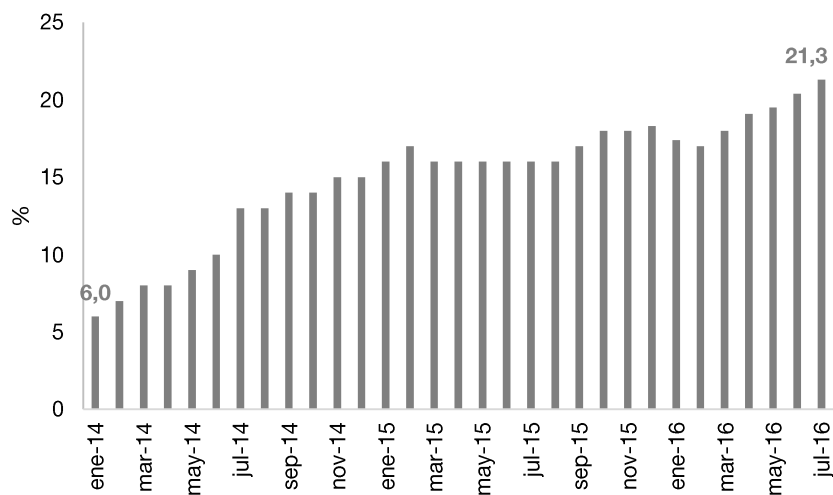
Gráfico 1. Volúmenes de TES negociados a través del SEN (Billones COP)



Fuente: Banco de la República.

En este mercado, al igual que en el caso de las acciones, cabe resaltar la creciente participación de la inversión extranjera, en especial durante los últimos años (Gráfico 2). La estabilidad macroeconómica del país, las tasas de interés favorables, así como la coyuntura de bajas tasas de rentabilidad en los mercados internacionales, hicieron que los inversionistas extranjeros encontraran en Colombia un destino atractivo para invertir. En efecto, mientras a comienzos de 2014 los fondos de capital extranjero tenían una participación cercana al 6% del total del mercado de deuda pública del país, a mediados de 2016 dicha participación se incrementó a 21,3%, lo que implicó un crecimiento de 15 puntos porcentuales en tan solo dos años.

Gráfico 2. Participación de los Fondos de Capital Extranjero en el Mercado de Deuda Pública* (%)



* Saldo en Spot. No incluye NDF y GDNs.

Fuente: Ministerio de Hacienda.

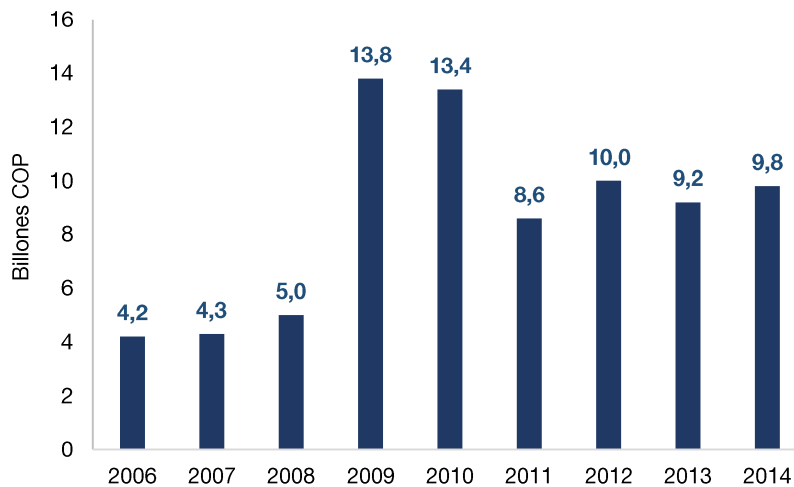
2.1.2 Deuda Privada

El mercado de deuda privada registró un crecimiento sustancial durante la década pasada, seguido por un relativo estancamiento en los últimos años. Es importante resaltar que este mercado es uno de los que menor grado de desarrollo ha registrado en términos de tamaño, liquidez y cantidad de actores (tanto por el lado de la oferta como por el lado de la demanda).

En términos generales, el análisis de la evolución de los volúmenes emitidos de deuda privada mostró un crecimiento importante en 2009, año que coincidió con la desaceleración económica global y la postura expansiva de las autoridades monetarias en relación con las tasas de interés. Según la BVC (2014), entre 2009 y 2010 los montos emitidos de deuda privada crecieron en más de 170% con relación al promedio de los últimos tres años, con más de 30 emisores y 50 nuevas emisiones al año; sin embargo, el endurecimiento de las condiciones monetarias, esto es, el inicio

del ciclo alcista de las tasas de interés en 2011, implicó una reducción en los montos emitidos, y desde entonces el volumen anual de emisiones de deuda privada se ha mantenido relativamente estable en niveles cercanos a los 9 billones de pesos al año (Gráfico 3).

Gráfico 3. Volumen anual de emisiones de Deuda Privada (Billones COP)



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia (2014).

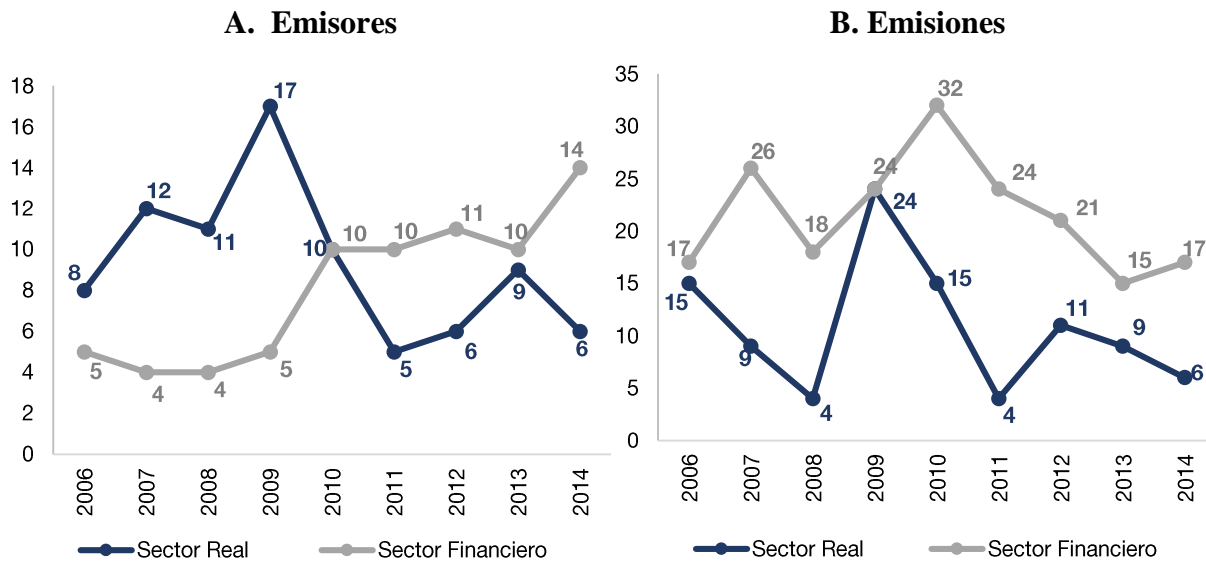
En los últimos años, este mercado ha exhibido una tendencia decreciente tanto en el número de emisores como en la cantidad de emisiones, aunque con un aumento del volumen promedio de cada emisión. Otra de las particularidades que se han evidenciado en los años recientes es el aumento de emisores del sector financiero (Gráfico 4). Así las cosas, el sector financiero es el sector que ha mostrado un mayor desarrollo en sus programas de colocación en términos de montos, plazos de emisión y recurrencia en el mercado primario, mientras que el sector real suele tener programas de colocación menos desarrollados y más dependientes del comportamiento de las tasas de interés (BVC, 2014).

En particular, cabe destacar que los emisores del sector financiero son fundamentalmente los mismos de hace unos años y que, en cuanto a los emisores del sector real, se trata de las mismas grandes compañías. En otras palabras, la aspiración de que poco a poco fuera incrementándose el número de nuevos emisores de tamaño mediano no se ha cumplido. Por lo demás, un hecho relevante es el escaso apetito de riesgo que se observa en el mercado, puesto que la gran mayoría de las emisiones, aproximadamente 85% de las mismas, tienen calificación AAA, y las restantes son fundamentalmente AA+.

Los emisores que no realizan emisiones frecuentemente, cuya calificación se encuentra en niveles inferiores a AA+ o que realizan emisiones de bajo monto se enfrentan a grandes dificultades cuando desean emitir deuda privada. Como bien lo han señalado algunas fuentes consultadas, una de las principales barreras que enfrentan las empresas cuando quieren ser partícipes de los mercados de

deuda privada es la excesiva cantidad de requisitos que deben cumplir para lograr la aprobación de una nueva emisión.

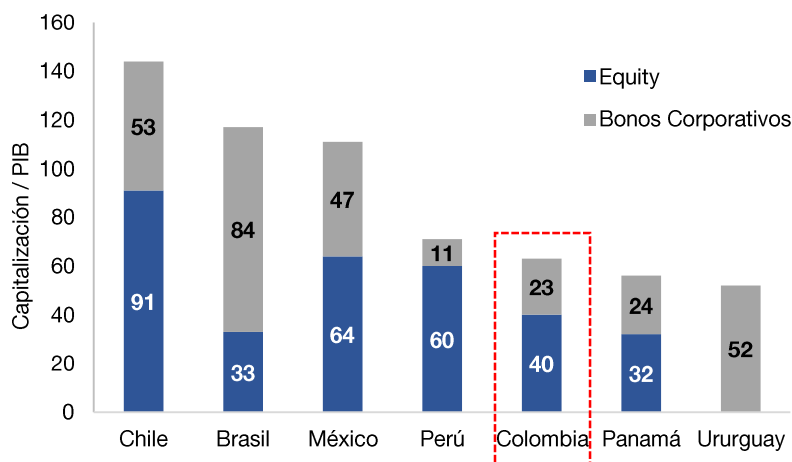
Gráfico 4. Número de emisiones y emisores de Deuda Privada por sector



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia (2014).

En tales circunstancias, no debe sorprender la baja profundidad del mercado de deuda privada de Colombia frente a los países relevantes de la región. Como se muestra en el Gráfico 5, en 2014 el monto de los bonos corporativos vigentes en el país equivalía al 23% del PIB, indicador muy inferior a los mostrados por Brasil, México y Uruguay, muy semejante a Panamá, y solamente superior al mostrado por Perú.

Gráfico 5. Tamaño de los mercados de renta fija y renta variable (2014)

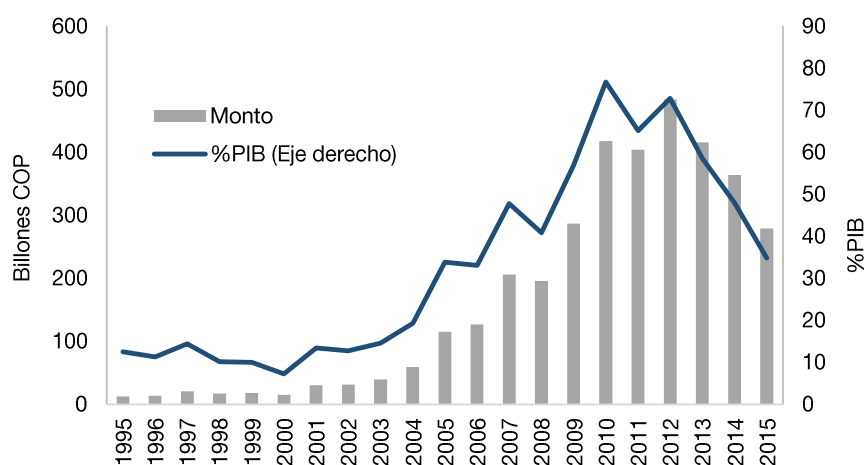


Fuente: FMI (2014).

2.1.3 Renta Variable

El comportamiento del mercado accionario durante las últimas dos décadas es similar al registrado en el mercado de deuda privada, con un crecimiento importante hasta 2010 y un relativo estancamiento en los años recientes. Como puede observarse en el Gráfico 6, a partir de 2001 la capitalización bursátil exhibió un crecimiento constante, pasando de niveles cercanos al 13% del PIB hasta niveles máximos del 76.7% en 2010. A este comportamiento favorable contribuyeron, entre otras cosas, una positiva evolución del precio de las acciones, así como la inscripción en la BVC de varias compañías de gran tamaño, dentro de las cuales se destacan algunas empresas estatales (ISA, ETB, ECOPETROL, ISAGEN).

Gráfico 6. Capitalización Bursátil en Colombia (Billones COP y %PIB)



Fuente: Federación Iberoamericana de Bolsas.

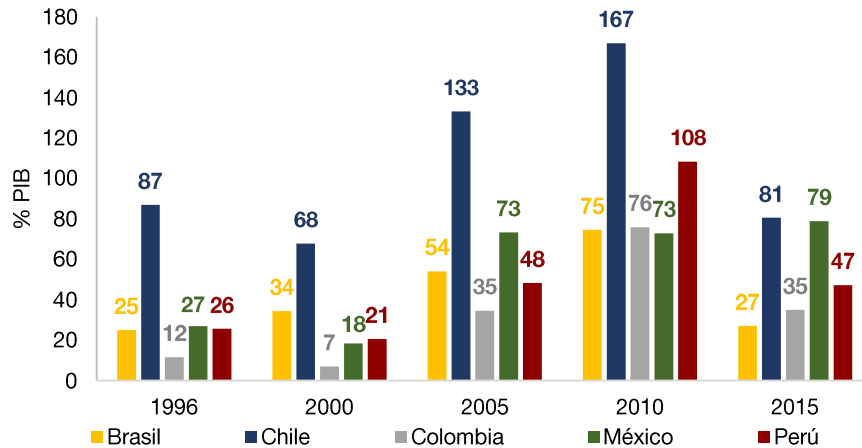
Es importante resaltar que los procesos de democratización accionaria que llevaron a cabo varias empresas estatales crearon un gran entusiasmo dentro del segmento de pequeños inversionistas. Sin embargo, la falta de educación financiera, la poca diversificación de los portafolios de las personas naturales y episodios como la caída en el precio de la acción de Ecopetrol generaron un retiro importante de los pequeños inversionistas de este segmento del mercado.

Otro factor dinamizador del mercado de renta variable en la década anterior estuvo relacionado con las empresas del sector privado que, con el fin de adelantar ambiciosos programas de inversión, acudieron al mercado público (Grupo Aval, Avianca, Davivienda), así como una empresa canadiense (*Pacific Rubiales*) que tuvo gran actividad a partir de 2010.

A pesar del crecimiento que ha registrado el mercado de renta variable colombiano en las últimas dos décadas, aún presenta un rezago con respecto a otros países de la región. Si se aceptan como referentes para la comparación regional los países de la Alianza del Pacífico y Brasil, la

capitalización bursátil de Colombia se mantiene aún rezagada frente a Chile (81% del PIB) y México (79% del PIB), tal como se observa en el Gráfico 7.

Gráfico 7. Capitalización bursátil de las principales economías de la región (% PIB)



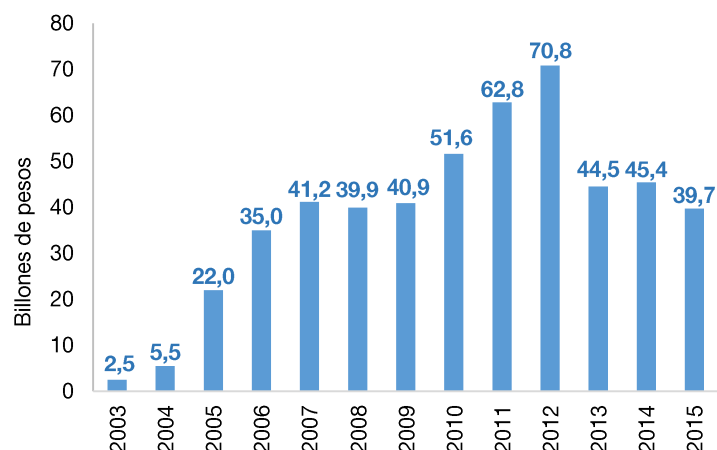
Fuente: Federación Iberoamericana de Bolsas y WEO.

En efecto, en todos los países de la región analizados se evidencia un crecimiento significativo durante la década anterior, con una reducción sustancial durante el último quinquenio. Ahora bien, lo que resulta muy claro es que Chile, consistentemente, muestra niveles de capitalización bursátil como porcentaje del PIB muy superiores a los de los demás países de la región. De igual forma, en cuanto al número de compañías listadas en el mercado accionario, Colombia muestra cierto rezago frente a sus referentes. Así las cosas, mientras a diciembre de 2015 había 73 empresas inscritas en Colombia, había en ese mismo periodo 143 en México, 310 en Perú, 310 en Chile y 359 en Brasil.

En cuanto a la actividad transaccional interna, los volúmenes negociados tuvieron un crecimiento muy vigoroso, pasando de 2.5 billones de pesos durante 2003 a 71 billones en 2012, para después caer progresivamente a 40 billones el año pasado (Gráfico 8). Es importante resaltar que parte del buen comportamiento que exhibió este mercado en 2012 obedeció al auge en la inversión de las personas naturales que, tras el derrumbe en el precio de varias acciones registrado durante ese año, perdieron la confianza en este mercado y no volvieron a participar de manera importante y masiva en el mismo.

En términos de liquidez, el mercado de acciones colombiano ha regresado recientemente a los niveles registrados diez años atrás, lo que constituye una de las razones de la frustración que en la actualidad embarga a los agentes, a las instituciones y en general a los distintos analistas involucrados. De hecho, para varios analistas este es uno de los mercados menos profundos y con un crecimiento altamente irregular y dependiente del comportamiento de la economía.

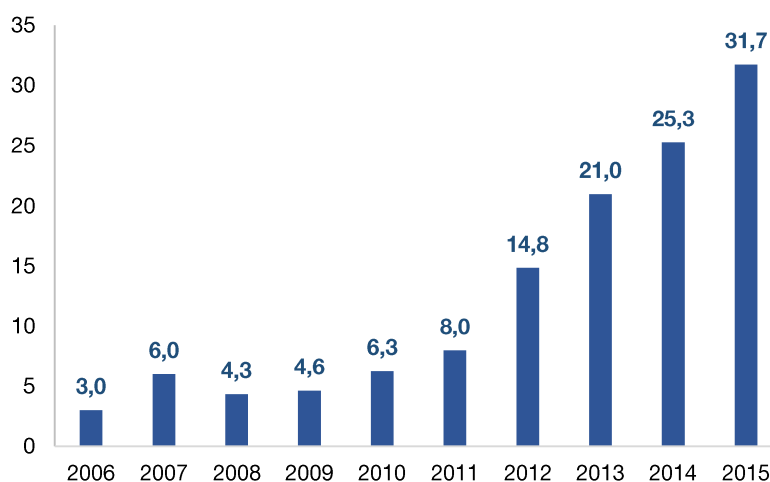
Gráfico 8. Valores transados en el mercado de Renta Variable (Billones de pesos)



Fuente: DECEVAL con base en Banco de la República, Superintendencia Financiera y BVC.

Una última consideración con relación al mercado de renta variable colombiano tiene que ver con el notable crecimiento de la participación de los inversionistas extranjeros a partir de 2012 (Gráfico 9). Mientras en 2006 estos agentes únicamente representaban el 3% del volumen negociado en este mercado, en 2015 dicho porcentaje ascendió a 31.7% del total transado. Lo que parece relevante señalar en este aspecto es que el flujo de inversión de portafolio que ha ingresado al país en los últimos años ha sido el mayor dinamizador de nuestro mercado de capitales, con los riesgos y desafíos que ello conlleva.

Gráfico 9. Participación de inversionistas extranjeros en Renta Variable* (%)



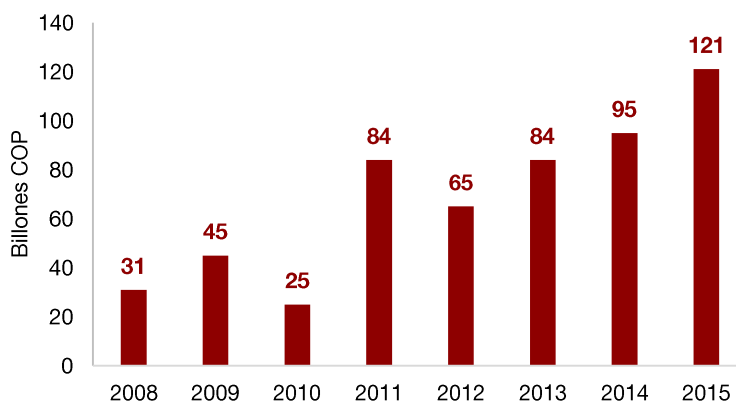
* Corresponde a la participación en el volumen negociado.

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

2.1.4 Derivados

El mercado de derivados en Colombia ha crecido dinámicamente en los últimos años, lo cual podría deberse en gran medida a los mayores flujos de capital que han ingresado al país en el periodo reciente, así como al desarrollo de nuevos instrumentos y a la mayor disposición de los agentes de transferir los riesgos asociados a los movimientos en los precios de los activos. De esta manera, mientras en 2008 se transaron 31 billones de pesos en este mercado, en 2015 se negociaron 121 billones (Gráfico 10), con una importante participación de los derivados sobre tasa de cambio.

Gráfico 10. Volumen transado en el mercado de derivados (Billones COP)



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

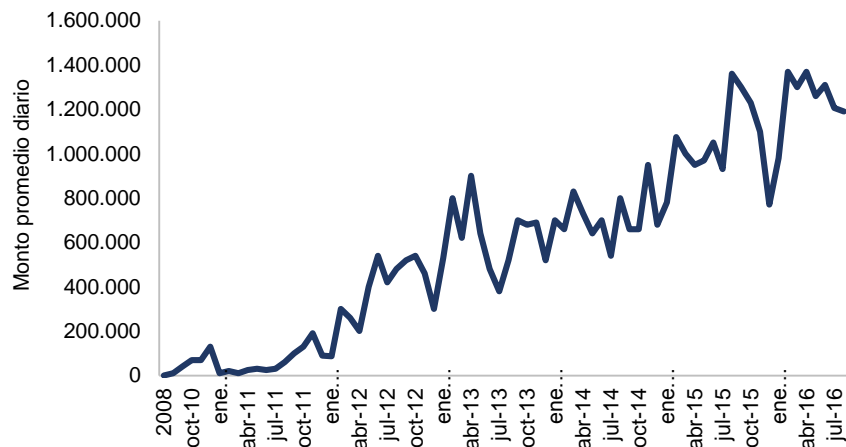
En particular, la mayor parte de los derivados que se negocian en el país se realizan a través del mercado OTC y tienen como activo subyacente el tipo de cambio. En efecto, los *forward* peso-dólar han sido uno de los instrumentos más negociados, particularmente desde 2008, periodo en el que el tipo de cambio experimentó considerables fluctuaciones. Además del desarrollo de nuevos productos, la demanda por los mismos también ha registrado un crecimiento importante. Lo anterior se explica en buena medida por la mayor inversión de los fondos de pensiones y demás inversionistas institucionales en este mercado, así como por la creciente necesidad que tienen las empresas del sector real de cubrirse y mitigar el riesgo cambiario, especialmente durante el periodo reciente, en el que el tipo de cambio ha experimentado notables fluctuaciones y alta volatilidad. En efecto, el número de participantes en el mercado de *forwards* peso-dólar pasó de un promedio mensual de 610 participantes en 2008 a más de 960 en 2014 (Cardozo *et al.*, 2014).

Si bien los derivados de tipo de cambio que se negocian en el país son principalmente de corto plazo, esto es, con plazos menores a treinta días, el sector real pacta primordialmente coberturas a mayores plazos, dada la mayor exposición cambiaria de sus flujos, ya sean ingresos o gastos. Otra de las principales particularidades de este tipo de instrumentos de cobertura es que corresponden a *Non Delivery Forwards* (NDF), es decir, contratos en los que no hay un intercambio total de

recursos, sino que se realiza un “neteo” de las pérdidas y ganancias de cada agente frente a la tasa de referencia del día de vencimiento.

Por último, en cuanto a los cambios regulatorios y normativos, vale la pena resaltar la creación de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC). Desde su creación en 2007, la compensación de derivados a través de dicha entidad ha aumentado de manera importante y el monto de operaciones de mercado y registro ha mantenido una tendencia creciente (Gráfico 11). Como bien se resalta en el documento de Cardozo *et al.* (2014), la regulación que eliminó las operaciones de derivados compensadas a través de la CRCC del cálculo de los activos ponderados por riesgo en la relación de solvencia y del cálculo de la Posición Bruta de Apalancamiento, es una de las principales razones por las cuales se incrementó la compensación y liquidación de los contratos a través de esta entidad.

Gráfico 11. Operaciones de mercado y registro en la CRCC - Monto promedio diario (Millones de pesos)



Fuente: Cámara de Riesgo Central de Contraparte.

2.2 Administradores e Inversionistas

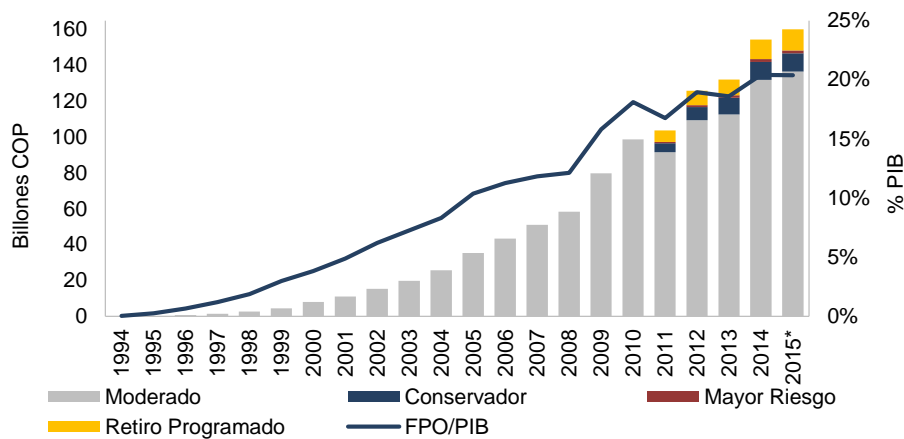
2.2.1 Sociedades Administradoras de Pensiones y Cesantías

Uno de los hechos más importantes para el desarrollo del mercado fue la expedición de la Ley 100 de 1993. Mediante ella se creó el Sistema General de Pensiones, compuesto por el Régimen de Prima Media (RPM) y el Régimen de Ahorro Individual con Solidaridad (RAIS), creación de dicha Ley, cuyo objetivo central era contar con un régimen fondeado por sí mismo, y pensiones basadas en el ahorro individual de los trabajadores. Adicionalmente, la Ley 100 de 1993 realizó ajustes a los principales parámetros del RPM, así como varias modificaciones normativas al mismo. Entre

otras cosas, se estableció que las pensiones no pueden ser inferiores al salario mínimo y deben ajustarse anualmente de acuerdo con la evolución del Índice de Precios al Consumidor.

Sin duda, esta Ley trajo consigo importantes beneficios, en tanto que promovió el ahorro individual, redujo en cierta forma las presiones sobre el gasto público (pues las pensiones del RAIS se financian con los aportes de los afiliados a lo largo de su vida laboral), aumentó la transparencia del sistema y mejoró el acceso de los cotizantes a información acerca de sus aportes. Es importante resaltar que, además de los beneficios mencionados anteriormente, las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) han contribuido de manera notable al desarrollo del mercado de capitales. En efecto, las AFP son uno de los inversionistas institucionales más importantes en la mayoría de segmentos del mercado, dado el valor de los fondos que estos administran, que en la actualidad equivalen a cerca del 20% del PIB (Gráfico 12).

Gráfico 12. Valor de los Fondos de Pensiones Obligatorias (Billones COP y % PIB)



* Cifras a junio de 2015.

Fuente: Asofondos. Con base en Superintendencia Financiera y DANE.

Uno de los principales cambios normativos que buscaba promover una mayor diversificación de los portafolios de las AFP a partir de un mejor perfilamiento de los afiliados fue la reforma aprobada mediante la Ley 1328 de 2009, con la cual se creó el esquema de Multifondos. Con la adopción de este esquema, se pretendía que los afiliados pudieran elegir entre tres tipos de fondos dependiendo de su edad, su perfil de riesgo y sus preferencias.

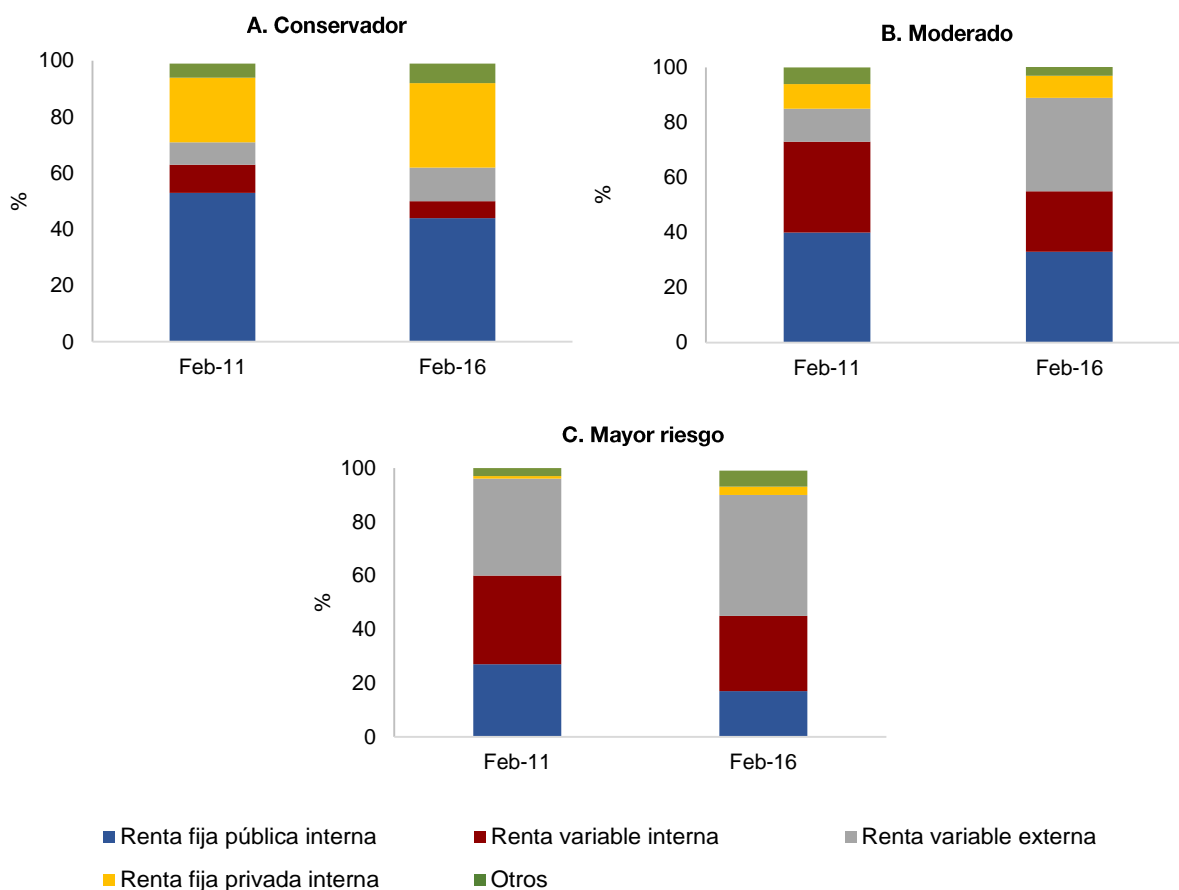
De acuerdo con la norma, se esperaba que las personas con mayor edad, con una baja tolerancia al riesgo o cuya prioridad fuera la preservación del capital acumulado optaran por el “fondo conservador”. Por su parte, las personas dispuestas a tolerar pérdidas leves en el capital en el corto plazo para obtener mayores rentabilidades con respecto al fondo conservador debían optar por el “fondo moderado”. Por último, los afiliados que se encontraran más lejanos a la edad de jubilación

y con alta tolerancia al riesgo optarían por los “fondos de mayor riesgo”, cuya rentabilidad en el largo plazo debería mucho mayor con respecto a los otros dos tipos de fondos.

Sin embargo, los resultados sugieren que el esquema de Multifondos no ha tenido los resultados esperados. De hecho, las cifras muestran que tan solo el 0,5% de los afiliados ha seleccionado el tipo de fondo al que quiere pertenecer, por lo que el grueso de los cotizantes se mantuvo en los fondos conservadores, la opción por defecto.

Es importante resaltar que, pese al bajo número de cotizantes en el resto de fondos, las composiciones de portafolio de los mismos muestran un apetito de riesgo diferencial por tipo de fondo, que es precisamente lo que se buscaba con el establecimiento del esquema de Multifondos. En efecto, el fondo conservador tiene una mayor proporción de instrumentos de renta fija (principalmente deuda pública interna, un instrumento de bajo riesgo) que de renta variable. En contraste, los fondos de alto riesgo tienen una notable proporción de sus portafolios en renta variable, tanto interna como externa (Gráfico 13).

Gráfico 13. Distribución de los portafolios por tipo de fondo



Fuente: Asofondos con base en Superintendencia Financiera.

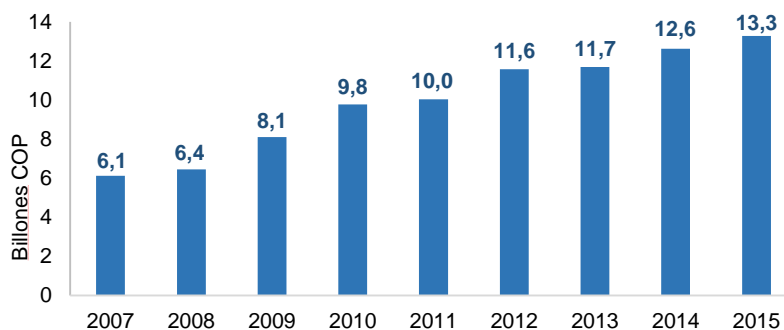
2.2.2 Fondos de Pensiones Voluntarias

Las pensiones voluntarias son un mecanismo de ahorro de carácter no obligatorio, cuyo objetivo central es darle al cotizante la posibilidad de hacer ahorros adicionales a sus aportes para la pensión obligatoria. Así las cosas, además de cotizar los montos que le exige la Ley, el trabajador puede realizar aportes periódicos a un Fondo de Pensiones y Cesantías, una fiduciaria o una compañía de seguros que ofrezca este servicio, entidades que, a su vez, administran e invierten los recursos en distintos tipos de portafolios de inversión que se adapten al perfil de riesgo, rentabilidad y demás características del aportante. Al incrementar el saldo de los aportes, el trabajador puede obtener una pensión con un monto mayor, pensionarse de manera anticipada, adquirir vivienda, o simplemente disponer de recursos líquidos para atender necesidades eventuales, con dichos recursos.

Los Fondos de Pensiones Voluntarias, que nacen con la Ley 100 de 1993, han registrado un crecimiento permanente en el valor de los recursos administrados, los cuales en la actualidad superan los 13 billones (Gráfico 14). No obstante, a pesar de su crecimiento, el valor administrado aún luce bajo (1,6% del PIB), lo cual refleja la baja capacidad y cultura de ahorro de los colombianos, en especial cuando se trata de ahorro de largo plazo.

Es importante resaltar que, con el fin de incentivar el ahorro de las personas, la Ley ofrece una serie de incentivos tributarios, de manera que los aportes voluntarios no hacen parte de la base para aplicar retención en la fuente, además de ser considerados, bajo ciertas restricciones, una renta exenta. Dado que para poder aplicar estos beneficios los aportes deben permanecer un mínimo de diez años en los fondos, y antes de la reforma tributaria de 2012 cinco años, lo que están indicando las cifras es la baja capacidad de las entidades oferentes de estos productos de retener los ahorros hechos por los trabajadores una vez se cumplen las condiciones para consolidar el beneficio tributario.

Gráfico 14. Valor de los Fondos de Pensiones Voluntarias* (Billones COP)

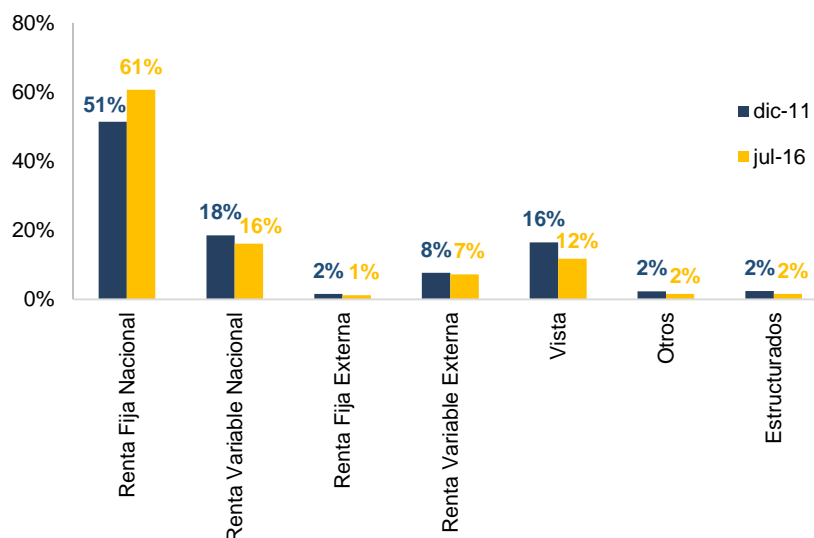


* Corresponde a los FPV administrados por las AFP.

Fuente: Asofondos.

Por otra parte, en el Gráfico 15 se muestra la concentración en la composición de los portafolios de los Fondos de Pensiones Voluntarias administrados por las AFP y las fiduciarias para diciembre de 2011 y julio de 2016. Lo que se observa en este gráfico es que estos fondos invierten más de la mitad de sus recursos en renta fija doméstica y, en menor medida, en renta variable nacional. Un hecho que se resalta es el aumento en la participación de los activos de renta fija nacional (TES y deuda privada principalmente), la cual pasó de representar el 51% de las inversiones de estos fondos en 2011 a representar el 61% en 2016.

Gráfico 15. Composición del portafolio de inversión de Fondos de Pensiones Voluntarias*

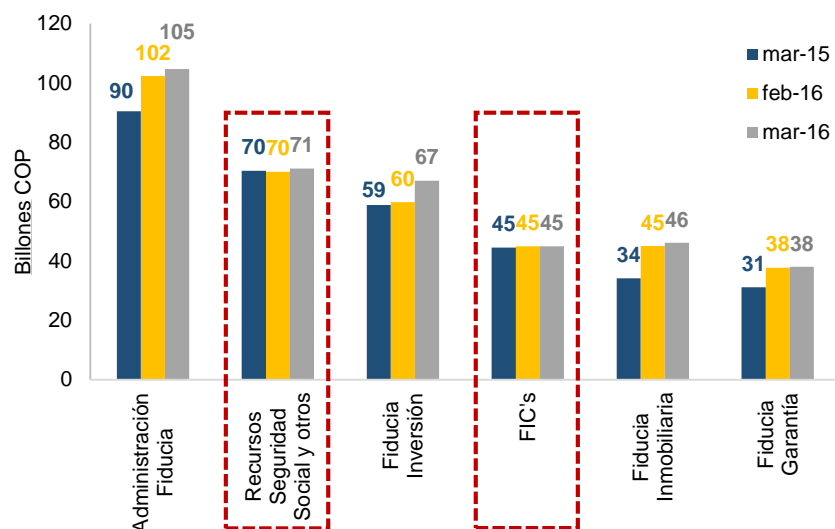


* Corresponde a los FPV administrados por las AFP y las fiduciarias.
Fuente: Asofondos.

2.2.3 Sociedades Fiduciarias

Las Sociedades Fiduciarias participan activamente en el mercado de capitales a través de los Fondos de Inversión Colectiva (FIC) y de la administración de los recursos de los Fondos Pensionales de las Entidades Territoriales (FONPET). Como se observa en el Gráfico 16, que clasifica el valor administrado por las fiduciarias por tipo de activo, los recursos de la Seguridad Social de los entes territoriales ascendieron a cerca de 70 billones de pesos, mientras que los recursos de los FICs a 45 billones.

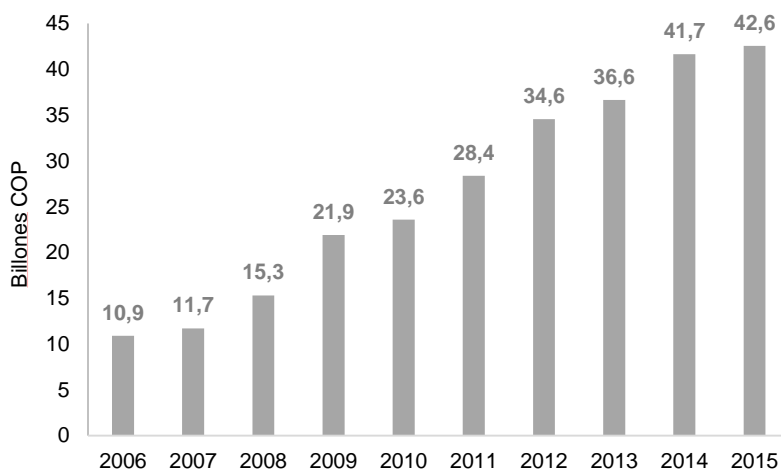
Gráfico 16. Activos administrados por las fiduciarias por tipo de negocio (Billones COP)



Fuente: Asofiduciarias.

Los FICs son un mecanismo de ahorro voluntario que les permite a varias personas naturales o jurídicas realizar inversiones en diversos activos, obteniendo a cambio una participación dentro del fondo. Estos fondos son administrados por un gestor profesional, quien es el encargado de invertir el capital para generar rendimientos a los inversionistas. Estos instrumentos han adquirido una importancia creciente como vehículo de ahorro en los últimos años. Así, mientras en 2006, las fiduciarias administraban cerca de 11 billones de pesos en estos fondos de inversión colectiva, en 2015 este monto pasó a 43 billones, lo que implicó que la cifra se cuadruplicara en menos de una década (Gráfico 17).

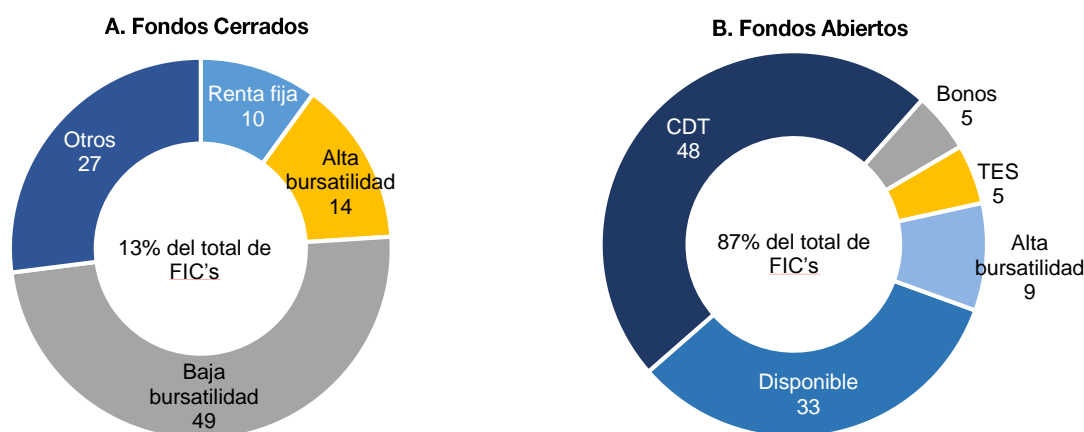
Gráfico 17. Fondos de Inversión Colectiva administrados por Fiduciarias (Billones COP)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

Existen tres tipos de fondos: (i) los fondos abiertos, esto es, aquellos en los cuales los participantes pueden redimir su participación en cualquier momento o en plazos inferiores a un año, (ii) los fondos escalonados, en los que los aportantes pueden redimir su participación en función de los vencimientos de los activos del fondo, y (iii) los fondos cerrados, en los cuales los participantes del mismo no pueden redimir su participación hasta el vencimiento del fondo. En Colombia, el 87% de los fondos son abiertos, mientras que el 13% restante corresponde a fondos cerrados. No obstante, del total de recursos invertidos en fondos abiertos, el 81% de los mismos se encuentran invertidos en productos del sector bancario (CDTs principalmente) y no en instrumentos propios del mercado de capitales (Gráfico 18).

Gráfico 18. Composición de los Fondos de Inversión Colectiva



Fuente: Superintendencia Financiera, Asofiduciaria y Maiguashca (2016).

Las cifras anteriormente presentadas generan cierta inquietud pues, como bien lo establece Maiguashca (2016), a pesar de contar con un monto no despreciable de recursos administrados en los FICs, estos instrumentos de ahorro voluntario están destinando sus recursos hacia modelos intermediados y no hacia modelos de mercado, como debería ser.

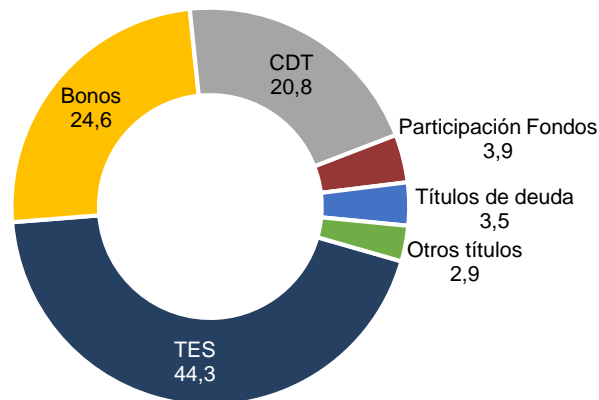
Cuadro 1. Comportamiento de los activos por tipo de cliente (Millones de pesos)

	Fondos Abiertos	Fondos Cerrados	Fondos Escalonados	FCP	Total
Persona natural	9.665.600	58.232	13.454	32.225	9.769.511
Persona jurídica	11.074.611	346.229	95.424	4.142.208	15.658.472
Patrimonio Autónomo	15.382.616	117	-	-	15.382.733
Encargo Fiduciario	1.000.242	-	-	-	1.000.242
Total	37.123.070	404.578	108.878	4.174.434	41.810.959

Fuente: Superintendencia Financiera, Asofiduciaria y Maiguascha (2016).

En cuanto al otro gran rubro administrado por las sociedades fiduciarias, los recursos de la Seguridad Social de los entes territoriales, estos se encuentran mayoritariamente invertidos en TES (44.3%), bonos corporativos (24.6%), y CDT (20.8%), productos caracterizados por su bajo nivel de riesgo (Gráfico 19). Lo anterior obedece principalmente a la estricta reglamentación y altas restricciones del régimen de inversiones del FONPET, que promueve inversiones de bajo riesgo y, por consiguiente, baja rentabilidad relativa.

Gráfico 19. Composición del portafolio de inversiones de los pasivos pensionales administrados por fiduciarias (%)



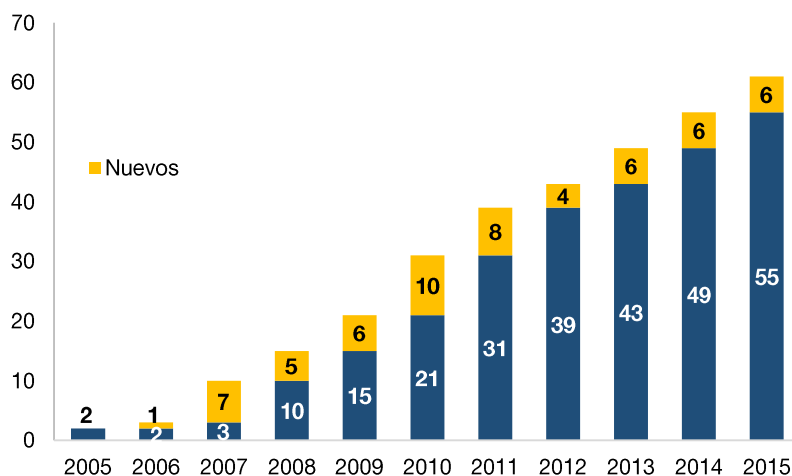
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

2.2.4 Fondos de Capital Privado

Los Fondos de Capital Privado (FCP) son un vehículo de inversión que ha adquirido una importancia creciente a lo largo del mundo, pues se han constituido en una forma de financiación alternativa para aquellas empresas que, aunque aún no cotizan en bolsa, tienen un alto potencial de expansión y desarrollo. Estos fondos son administrados por gestores profesionales, quienes además de invertir en las empresas, contribuyen al proceso de maduración y fortalecimiento de las mismas, mejorando sus estándares de gobierno corporativo y sus prácticas empresariales, y ampliando su red de contactos, entre otras cosas.

Al igual que la tendencia mundial, los FCP en Colombia han registrado un extraordinario crecimiento en la última década. Mientras en 2005 había apenas dos fondos, diez años después había más de sesenta (Gráfico 20). Este crecimiento se debe, entre otros factores, a la gran cantidad de gestores internacionales que han encontrado en las empresas colombianas un alto potencial de expansión, gestores que hoy en día representan cerca del 45% del total.

Gráfico 20. Número de Fondos de Capital Privado

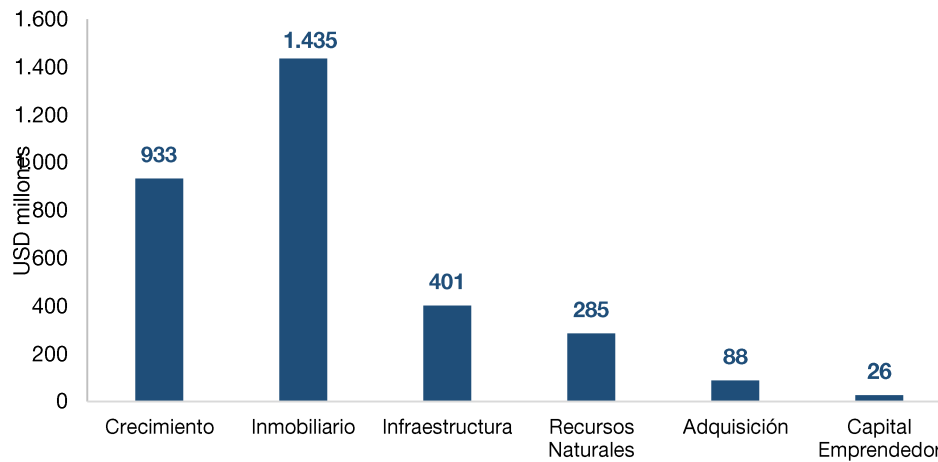


Fuente: Colcapital.

En términos generales, los FCP se pueden clasificar en seis tipos dependiendo de sus características y de las empresas que atienden. En primer lugar, se encuentran los fondos de infraestructura, que por lo general suelen ser vehículos cerrados de largo plazo para invertir en proyectos y empresas de construcción e infraestructura. Los fondos de recursos naturales, por su parte, invierten en proyectos de exploración y producción de hidrocarburos, en proyectos de plantaciones forestales y demás iniciativas que impliquen la explotación de recursos naturales. En tercer lugar, se encuentran los fondos de crecimiento, los cuales son un tipo de vehículo en el que el FCP adquiere una posición minoritaria de la propiedad de la empresa. En esta misma línea se encuentran los fondos de adquisición, en los cuales los FCP adquieren una posición mayoritaria de la propiedad. Los fondos de emprendimiento, por su parte, invierten en empresas que se encuentran en una etapa temprana de crecimiento (similar a los *venture capital*). Por último, se encuentran los fondos inmobiliarios, que buscan realizar sus inversiones en el diseño, construcción, operación, desarrollo y administración de proyectos inmobiliarios y activos comerciales (Colcapital, 2016).

En cuanto al capital invertido desde que llegó el primer FCP a Colombia en 2005 hasta el año pasado, en total se han invertido cerca de USD 3.168 millones, con una importante participación de los fondos inmobiliarios (45%). A los fondos inmobiliarios le siguen los fondos de crecimiento, con una inversión cercana a los 933 millones de dólares. En contraste, los fondos de capital emprendedor (por naturaleza los más riesgosos) y los fondos de adquisición son los que menor cantidad de recursos han recibido (Gráfico 21).

Gráfico 21. Capital invertido histórico (USD millones)

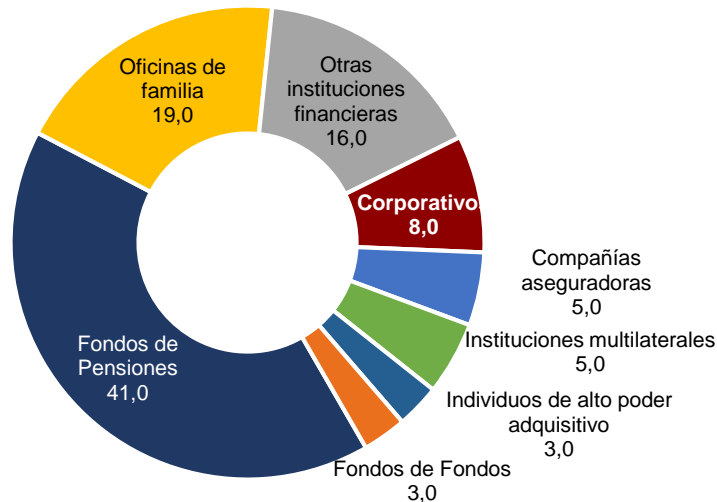


Fuente: Colcapital.

Con relación a las fuentes de financiamiento de estos vehículos de inversión, es importante resaltar que, dada la naturaleza de la mayoría de los proyectos, el perfil de los inversionistas corresponde a agentes que realicen inversiones a largo plazo. Por tal razón, la mayoría de los recursos que captan los FCP provienen de inversionistas institucionales o familias de alto poder adquisitivo, pues las personas naturales usualmente suelen demandar inversiones con mayor liquidez y a menores plazos (Asobancaria, 2016). De igual forma, de acuerdo con la reglamentación vigente, la inversión mínima que debe realizar cada inversionista corresponde a 600 SMMLV, lo que dificulta la participación de las personas naturales en estos vehículos de inversión.

Así, de acuerdo con las cifras publicadas en el último informe de Colcapital (2016), cerca del 41% de los compromisos de capital de los FCP proviene de los fondos de pensiones, los cuales han adquirido una importancia creciente en este mercado. A este grupo le siguen las oficinas de familia, con una participación del 19% y otras instituciones financieras, que representan el 16% de los compromisos de capital (Gráfico 22).

Gráfico 22. Tipo de Inversionista de los Fondos de Capital Privado (%)



Fuente: Colcapital.

3 Reflexiones, consideraciones y diagnóstico sobre el Mercado de Capitales en Colombia

Con el fin de comprender, interpretar e identificar los principales elementos sobre los cuales podría concentrarse una nueva Misión para el desarrollo del Mercado de Capitales, este estudio además de incorporar el análisis de los principales indicadores de actividad de los distintos mercados financieros en los últimos años, también incluye las reflexiones derivadas de un número importante de entrevistas¹ a profundidad con actores, agentes y expertos de reconocida trayectoria en el sistema financiero y en el mercado de capitales, que a juicio del autor pudieran suministrar insumos útiles para avanzar en la construcción de las nuevas bases para el mayor desarrollo del mercado de capitales en Colombia. Las reflexiones que se expresan a continuación se nutren de tales conversaciones, pero desde luego la tarea de síntesis e interpretación son de exclusiva responsabilidad del autor.

Un primer aspecto que es ampliamente compartido por los diversos actores del mercado es el desarrollo virtuoso que tuvo el mercado de capitales colombiano durante la primera década de este siglo, en buena parte, gracias a la implementación de la agenda derivada de la primera Misión, situación comentada anteriormente. De manera gradual, se ejecutaron varias transformaciones tanto institucionales como normativas que fueron identificadas en la Misión de 1995.

¹ El Anexo 1 contiene el listado de las entrevistas realizadas.

Desde luego, se reconoce que, como se mencionó en la sección anterior, dicho período estuvo enmarcado por un buen desempeño de la economía colombiana. El PIB en términos reales se expandió en promedio 4.1%, una dinámica que estuvo altamente influenciada por las elevadas cotizaciones internacionales de las materias primas, especialmente del petróleo. Adicionalmente, durante la primera parte de la década se produjo una reducción en la inflación en forma sistemática, con lo cual fue posible para los agentes del mercado obtener importantes utilidades provenientes de la negociación de títulos de renta fija.

Por el contrario, el período correspondiente a la presente década se ha caracterizado por un cambio sustancial en las condiciones del entorno internacional. Las secuelas de la crisis financiera internacional de 2009, la debilidad de la actividad productiva en varias de las economías desarrolladas, la moderación del crecimiento en China y en las principales economías emergentes han sido elementos de gran incidencia sobre la realidad económica del país. Una realidad que también estuvo caracterizada por la drástica caída de las cotizaciones internacionales del petróleo y sus considerables impactos sobre las cuentas fiscales y externas de Colombia, así como sobre su crecimiento económico.

En ese contexto es que debe entenderse la situación actual del mercado de capitales. El relativo estancamiento de los últimos años es el resultado de un cúmulo de factores adversos, que obliga sin duda a una reflexión franca sobre los elementos que pueden corregirse, o impulsarse, con el fin de crear condiciones propicias para que más adelante conduzcan a una nueva dinámica, más vigorosa, en la medida en que existan las condiciones propicias para que ello se pueda materializar.

Precisamente, en esta sección se hará un diagnóstico sobre aquellos elementos relevantes que, fruto del análisis y la investigación realizada, podrían ser fundamentales para abordar una nueva Misión para el estudio a profundidad del mercado de capitales. De ello, se podrán derivar algunas recomendaciones tanto para la esfera pública como para el sector privado, con el propósito de adelantar las acciones correspondientes a favor de un mayor fortalecimiento del mercado de capitales.

En tal sentido, el análisis presentado a continuación está organizado a nivel de los principales mercados: renta fija, renta variable, fondos (de pensiones obligatorias y voluntarias, de capital privado y de inversión colectiva), asegurador, MILA (Mercado Integrado Latinoamericano) y Alianza del Pacífico. Este análisis se complementa, además, con tres temas adicionales que se abordaron en este diagnóstico dada su importancia: las concesiones de infraestructura física, la infraestructura de mercado y las autoridades del mismo.

3.1 Mercado de Renta Fija

El mercado de deuda pública se ha desarrollado exitosamente y es un caso reconocido dentro de la región por su profundidad, liquidez y eficiencia. El adecuado desarrollo de este mercado le ha permitido al Gobierno Nacional encontrar en el mercado de TES una fuente fundamental de financiamiento en condiciones apropiadas. De hecho, este mercado resulta ser un buen ejemplo de una visión ejecutada de acuerdo con lo planteado.

En tal sentido, haber desarrollado una curva de rendimientos ha sido de gran ayuda para el desarrollo del mercado de capitales en su conjunto. Y es sobre este punto que dicho mercado debe seguir avanzando, con el fin de generar referencias en aquellos plazos que se consideran como cruciales para la formación de la curva de rendimientos, tal y como ocurre en los mercados más desarrollados.

Debido al gran desarrollo del mercado de deuda pública y a su importancia dentro del mercado de capitales colombiano, surge un elemento adicional que puede ser sujeto de consideración y análisis en el marco de una nueva Misión del Mercado de Capitales. Dicha consideración está relacionada con el funcionamiento de las OMAS (Operaciones de Mercado Abierto). En este sentido, debería evaluarse con especial atención la posibilidad de que en dichas operaciones sean aceptadas de manera permanente los títulos de deuda privada, pues este mercado ha tendido a estar altamente subdesarrollado frente a la deuda pública. Lo anterior con el propósito de aprovechar los efectos colaterales que podrían derivarse de mayores grados de desarrollo del mercado de deuda pública y así fomentar una mayor profundidad del mercado de capitales, en especial, sobre el segmento de renta fija corporativa.

Si bien el monto de las emisiones de renta fija corporativa presentó crecimientos notables al finalizar la primera década del presente siglo, en el caso específico del último lustro estas se estabilizaron en una cifra cercana a los diez billones de pesos al año. Adicionalmente, dichas emisiones se han caracterizado por el alto grado de concentración presentado en un grupo de empresas (grupo compuesto por grandes compañías del sector real e instituciones financieras), que han encontrado en la emisión de bonos una fuente importante de fondeo para sus operaciones.

Al respecto, buena parte de las posturas de analistas y agentes de mercado apuntan a que, si bien existe interés por parte de potenciales nuevos emisores de tamaño mediano, para acudir al mercado de capitales con el objetivo de realizar colocación de deuda, del lado de la demanda no se encuentra receptividad para su adquisición. En principio, sobre este hecho parecen existir dos tipos de explicaciones, las cuales se relacionan con el tamaño de la emisión y el apetito de riesgo por parte de los inversionistas.

En primer lugar, pareciera ser que el monto de la emisión resulta ser un factor determinante para que la emisión sea demandada exitosamente. Las investigaciones señalan que emisiones inferiores a los 100 mil millones de pesos tienden a ser poco demandadas por parte del mercado. La razón

para que ello ocurra está relacionada con los onerosos costos que debe asumir el inversionista institucional para realizar el estudio del emisor, máxime cuando la regulación de los FPO (Fondos de Pensiones Obligatorias) limita la participación de este tipo de inversionistas a un 30% del total de la emisión.

Una segunda explicación para que la colocación de bonos privados tienda a ser poco dinámica tiene que ver con el muy bajo apetito de riesgo de los inversionistas institucionales. Como se señaló en la Sección 2.1.2 del presente documento, cerca del 90% de las nuevas emisiones tienen calificación AAA, y los restantes son AA+. Así, debido al nulo interés de los inversionistas institucionales en analizar posibles emisiones de menor calificación, estas no encuentran fácilmente demanda. En tales circunstancias, y ante el alto riesgo de fracaso en la colocación (debido a la combinación de monto y calificación), la recomendación típica de los asesores para posibles emisiones diferentes a las de los emisores consolidados, es posponer el intento de acudir al mercado.

En algún momento se pensaba que estos posibles emisores de tamaño moderado no acudían al mercado por desconocimiento, y que, por tanto, era necesario adelantar actividades de educación y estímulo para superar barreras e inducirlos a emitir. Con respecto a este tema, se destaca, por ejemplo, el esfuerzo hecho por la BVC con apoyo de organismos multilaterales a través del programa “Colombia Capital”, creado hace cerca de diez años para atender esta necesidad. Sin embargo, es importante resaltar que, pese a la intensa actividad desarrollada por Colombia Capital, lo cierto es que los logros han sido casi insignificantes en términos de nuevos emisores.

Frente a esta realidad, recientemente la BVC adelantó un estudio detallado del mercado de deuda privada (BVC, 2014), en el cual se hace un diagnóstico minucioso del mercado desde la oferta, la demanda y la estructura del mercado secundario. Con posterioridad, y con el liderazgo de la Bolsa y la participación de los principales gremios del sector financiero, se constituyó el grupo de trabajo “Visionarios”. Este grupo elaboró una “hoja de ruta para potenciar el mercado de deuda privada en Colombia”, una iniciativa sobre la cual reposan importantes consideraciones. Sin lugar a dudas, los elementos de este trabajo se deberían tener en cuenta a la hora de diseñar un conjunto de herramientas que propendan por profundizar el mercado de capitales de manera integral.

Dichas consideraciones se pueden agrupar en las siguientes tres recomendaciones: (i) incrementar la eficiencia en los procesos de emisión, promover la diversificación de emisores y títulos y apoyar la emisión de títulos de empresas de menor tamaño a través del desarrollo del mercado de riesgo en Colombia; (ii) remover los desincentivos vigentes en la regulación para la inversión en activos diferentes a aquellos de alta calidad crediticia, incrementar la eficiencia en el proceso de inversión, promover la diversificación de los portafolios para asegurar la mejor relación riesgo-retorno para los clientes y desarrollar los vehículos de inversión que puedan absorber la emisión de títulos de los mercados de mayor riesgo, y (iii) proponer modificaciones normativas con el objetivo de dinamizar la actividad de intermediación y promover la participación de los intermediarios

financieros (Bancos, Corporaciones Financieras y Sociedades Comisionistas de Bolsa) en este mercado².

En suma, iniciativas de este talante deberían considerarse a la hora de poner en marcha una nueva Misión para el mercado de capitales. Más aún si se tiene en cuenta que este grupo de trabajo ha adelantado un diálogo constructivo con el Ministerio de Hacienda, el Banco de la República, la Superintendencia Financiera, la BVC, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y los proveedores de precios, alrededor de temas específicos que deberían conducir a mejorar las condiciones para el desarrollo del mercado de deuda privada.

3.2 Mercado de Renta Variable

Durante la década pasada, el mercado de acciones tuvo un notable desempeño. Como se mostró en el capítulo anterior, la capitalización bursátil creció vertiginosamente hasta 2010 y los volúmenes negociados hasta 2012. Este comportamiento tuvo buena parte de su génesis en varios de los elementos propuestos en la Misión de 1995 y en otros procesos como la internacionalización de algunas firmas colombianas y la incursión de algunas empresas petroleras en el mercado local.

Una de las recomendaciones de la primera Misión fue la privatización de algunas de las principales empresas estatales. La estrategia recomendada en su momento favorecía la venta de la totalidad de la propiedad de tales empresas, con el objetivo de que los nuevos dueños, posteriormente, procedieran a su democratización listando esas compañías en la bolsa.

Por distintas razones, la estrategia desarrollada evolucionó de otra forma, con el modelo implantado para el caso de ISA. En este modelo, el Gobierno mantenía el control accionario y más bien democratizaba una participación minoritaria, cuidando, eso sí, que existieran adecuadas reglas de gobierno corporativo para salvaguardar los intereses de los pequeños accionistas. Con ese esquema, que resultó muy exitoso, se adelantaron las democratizaciones de ETB, Ecopetrol e Isagén, que despertaron un gran interés, especialmente entre pequeños accionistas, y contribuyeron de manera fundamental a la dinamización del mercado de renta variable.

Por otra parte, a partir del 2000 se llevó a cabo la internacionalización relativamente agresiva de varias empresas colombianas, hoy en día conocidas como empresas multilatinas. Este fenómeno, totalmente nuevo en su momento, condujo a emisiones progresivas de acciones por parte de dichas empresas, dentro de las cuales sobresalen algunas instituciones financieras y compañías *holding*, que de igual forma le introdujeron un gran dinamismo al mercado.

También es importante señalar que, como consecuencia del atractivo generado por parte de la industria petrolera local, gracias a las altas cotizaciones internacionales del crudo (que en la

² VISIONARIOS, Deuda Privada, Hoja de Ruta para Potenciar el Mercado de Deuda Privada en Colombia.

referencia Brent llegó a niveles históricamente altos de USD 133/barril en 2008), se dio un influjo considerable de la inversión extranjera destinada al sector petrolero. Esto se vio reflejado, por ejemplo, en el caso de las petroleras canadienses, que pese a estar listadas en su país de origen también se inscribieron en la BVC.

En el pasado, la razón generalmente aceptada para explicar que empresas importantes y con potencial de crecimiento que podrían estar listadas en bolsa no lo hicieran, era el rechazo a la revelación de información y a la pérdida de control por parte de sus dueños originales, que en la mayor parte de los casos correspondía a grupos familiares. Hoy, la sensación generalizada apunta a que la captación de capital a través del mercado de capitales se da cuando las empresas desarrollan estrategias agresivas de crecimiento, que van más allá de su crecimiento vegetativo. Por lo demás, el mercado ya entendió que algunas de tales emisiones se pueden hacer sin alterar el control de las empresas, mediante la emisión de acciones preferenciales sin derechos políticos.

Por otro lado, en el caso de empresas con menor tamaño, a pesar de algunos avances normativos para el desarrollo del Segundo Mercado, aún queda la sensación de que este todavía tiene un espectro importante por desarrollar, en materia de liquidez y costos de acceso para este tipo de firmas. En tal sentido, dicho punto podría examinarse con mayor detenimiento en una Misión, con el fin de brindar mayores oportunidades de acceso a más firmas de menor tamaño.

En consecuencia, dentro de las principales conclusiones sobre el mercado de renta variable cabría señalar que el crecimiento del número de emisores listados en la BVC dependerá en buena medida del crecimiento de la economía, de la estrategia de expansión de las empresas y, por tanto, de sus necesidades de capital. Sobre este punto es fundamental que el mercado de capitales pueda mejorar las condiciones de acceso en cuanto a reducción de costos, mejoramiento de la infraestructura tecnológica, aspectos tributarios y ampliación de mercados mediante la integración regional. Sobre este último punto, el MILA resulta ser una gran oportunidad, como se detallará más adelante.

Adicionalmente, se considera que aún existen oportunidades interesantes para darle un impulso a la profundidad del mercado de renta variable mediante un rol más activo del Estado como oferente de títulos. Lo anterior se puede concretar con la venta de títulos del Estado en varias empresas donde posee participación accionaria, como es el caso de la ETB y la EEB en el Distrito Capital y otras empresas del orden nacional.

Ahora bien, se piensa que en el futuro más próximo existen oportunidades de dinamizar el mercado de renta variable mediante la inscripción de Fondos Índice (ETF) como el iColcap y de Fondos Inmobiliarios. Sobre estos ya se cuenta con una valiosa experiencia con el PEI (Patrimonio de Estrategias Inmobiliarias), a partir de la cual se podría avanzar para generar una mayor profundidad de estos fondos en procura de diversificar las oportunidades de inversión en el mercado local.

3.3 Fondos

3.3.1 Fondos de Pensiones Obligatorias y el FONPET

Existe un amplio consenso en señalar que la creación del sistema pensional de ahorro individual y su posterior desarrollo, han sido el principal motor de la evolución del mercado de capitales durante los últimos veinte años. Por otra parte, también hay un acuerdo generalizado en que durante los últimos tiempos se ha dado un cierto aletargamiento en la dinámica de estos actores y que, particularmente, su apetito por papeles de mayor riesgo es prácticamente inexistente.

Al respecto, hay por lo menos tres hipótesis que buscan explicar ese comportamiento, las cuales se relacionan con: las condiciones externas de los mercados financieros, la configuración de la estructura de mercado y la existencia de la rentabilidad mínima.

Por una parte, las AFP como administradoras de los recursos pensionales buscan gestionar adecuadamente sus portafolios, en beneficio de sus afiliados, y la evolución reciente de los mismos ha estado determinada por la realidad de los mercados financieros. En particular, se ha observado una participación creciente de las inversiones en el exterior y una menor demanda por activos domésticos, lo cual le ha restado cierto dinamismo a este último mercado.

En segundo lugar, se menciona con insistencia la concentración de esta actividad en Colombia, al haberse reducido a cuatro el número de AFP, con el hecho claro de que las dos administradoras más grandes, sumadas, concentran el 80% del total de los recursos administrados, así como del número de afiliados. A pesar de dicha característica particular, debe entenderse que esta es una realidad de mercado y que, tomando este precepto como punto de partida, se deben cimentar las acciones para que el mercado en su conjunto llegue a un mayor estadio de desarrollo.

La tercera hipótesis, que parece ser la de mayor relevancia, apunta a que la regulación vigente, a través de la existencia de los esquemas de rentabilidad mínima, induce un comportamiento particular que le resta dinamismo al mercado. Así, la rentabilidad mínima atada al desempeño promedio de los distintos fondos, por una parte, y al comportamiento de un portafolio de referencia fijado por la Superintendencia Financiera, por otra, induce el llamado comportamiento de “manada”, mediante el cual los distintos portafolios tienden a constituirse de manera semejante, disminuyendo así la probabilidad de verse castigados por desviaciones respecto a la mencionada rentabilidad mínima. Este es un fenómeno ampliamente discutido desde la misma creación del Régimen de Ahorro Individual en Chile, y la conclusión generalmente aceptada es que la rentabilidad mínima se introdujo por razones políticas, con el fin de atender las observaciones sobre cómo disminuir el riesgo para los afiliados al sistema, otorgando una aparente garantía a los afiliados.

Para el caso de Colombia, el tema es bien conocido desde sus orígenes. El informe de la Misión para el Estudio del Mercado de Capitales, publicado a un escaso año de haber iniciado el RAIS,

señalaba que “(...) sea cual sea la definición de la rentabilidad mínima, la rentabilidad observada de los fondos se reduce con respecto al escenario en el cual no se impone esta restricción” (Fedesarrollo, 1996, Página 85), por lo cual, desde ese momento, se propone realizar algunas modificaciones a la fórmula de rentabilidad mínima.

Por su parte, en relación con los Fondos Pensionales de los Entes Territoriales (FONPET), se han hecho observaciones con relación a un mayor aletargamiento en su dinámica de mercado. Allí también existe el concepto de rentabilidad mínima, un régimen de inversiones con mayores restricciones y un tercer elemento asociado a los entes de control. Este último punto consiste en la incompreensión del concepto de “riesgo” por parte de estas entidades, toda vez que para estas instituciones prima el principio de detrimento patrimonial, que en ciertas circunstancias ha conducido a abrir investigaciones fiscales cuando se han presentado desvalorizaciones transitorias en determinadas inversiones de los portafolios, sobre unos activos que están siendo administrados en medio de las condiciones propias de los mercados financieros.

A manera de conclusión, por las razones anteriormente expuestas, una de las principales reflexiones de este informe consiste en evaluar una reforma profunda de la regulación relacionada con la administración de los pasivos pensionales, la cual debería ser considerada en una nueva Misión para el mercado de capitales. Sobre este punto es preciso entender que lo importante con dichos ahorros, por su naturaleza de largo plazo, es la rentabilidad, o el incremento si se quiere, del capital acumulado durante un período amplio, por lo cual las fluctuaciones de corto plazo pueden ser muy bien toleradas y mucho menos ser castigadas.

3.3.2 Fondos de Inversión Colectiva y de Pensiones Voluntarias

Dentro de esta amplia categoría se encuentran los vehículos gestionados por las Sociedades Fiduciarias y las Firms Comisionistas de Bolsa (con predominancia de las primeras), así como los Fondos de Pensiones Voluntarias (FPV), administrados por las AFP y las fiduciarias. Es preciso notar que los FPV son una categoría especial de los Fondos de Inversión Colectiva (FIC), que cuenta con una ventaja singular para la captación de recursos, la cual consiste en ofrecer a sus ahorradores unos muy significativos beneficios tributarios.

Por sus características, los FIC y los FPV deberían ser, primordialmente, los vehículos para que los ahorradores (personas naturales), administren sus portafolios de inversión, de acuerdo con sus necesidades y su perfil de riesgo. Por supuesto, la otra cara de la moneda es que estos administradores deben ofrecer una gama de productos que satisfagan tales necesidades. Así, dada su importancia dentro de la generación de ahorro de largo plazo, las consideraciones sobre aquellas estrategias, acciones y políticas que puedan fomentar su mayor uso por parte de los potenciales clientes debería ser objeto de análisis.

Si bien hay un claro consenso en que para el caso de los FPV se han ido desarrollando plataformas relativamente amigables y que ofrecen una amplia gama de opciones en cuanto a la diversificación de las inversiones disponibles para sus clientes, su desarrollo como mercado aún luce relativamente bajo. Sobre este punto, por ejemplo, se evidencia que existe un gran reto para los administradores de los FPV a la hora de lograr retener los ahorros de sus clientes una vez cumplido el plazo por Ley para que consoliden el beneficio tributario, lo que plantea un campo de acción importante sobre las estrategias comerciales y la calidad de la asesoría brindada para lograr tal fin. Aquí, se configura el desafío de consolidar su imagen como verdaderos vehículos de gestión del ahorro individual voluntario para la consecución de objetivos de muy largo plazo.

En cuanto a los FIC convencionales, como se mostró en el Gráfico 18, tiende a existir un patrón marcado respecto a la composición de sus portafolios y su rentabilidad. Sobre ello se tiene la sensación de que lo ofrecido al público podría contener una mayor dosis de creatividad en cuanto a la diversificación de los portafolios y también a la rentabilidad. Por lo demás, las comisiones cobradas parecen muy altas frente a la complejidad de tales productos.

En el sentir de muchos de los actores consultados, la falta de proactividad en el diseño de productos más diversificados e idóneos frente a las necesidades de los ahorradores podría explicarse por la estructura de propiedad del sistema. Las fiduciarias y varias firmas comisionistas responsables del diseño de las distintas opciones de FIC pertenecen, primordialmente, a los mismos bancos, cuya red de distribución es usada para la colocación de los Fondos de Inversión Colectiva.

En ese sentido, se presume que no hay gran interés de tales instituciones en innovar, pues el objetivo último es el fondeo de las instituciones matrices a un costo moderado; sin embargo, la evidencia empírica parece señalar que el mercado viene atravesando por un proceso de reacomodamiento, en el cual se vienen dando avances en cuanto a segmentación y diseño de productos para captar el ahorro mediante una oferta que se ajuste más a las necesidades de corto y largo plazo, lo que permite generar oportunidades de negocio complementarias para la matriz y sus filiales.

En efecto, la industria viene materializando señales de cambio y el abanico de productos disponibles empieza a ampliarse, si bien a distintos ritmos, en las diferentes instituciones. Al respecto, cabe señalar que en la búsqueda de mejores opciones muchos clientes de las entidades financieras se convierten en potenciales *targets* de distintos tipos de vehículos informales, algunos de ellos de carácter fraudulento. Este fenómeno pone de presente la necesidad de acelerar la mayor oferta de productos financieros formales, que logren canalizar las necesidades de ahorro en distintos plazos de una demanda con gran potencial.

Adicionalmente, los nuevos desarrollos asociados con alternativas “*Fintech*”, de complejo control y reglamentación, obligan a los diferentes FIC a mejorar el diseño de sus productos y elevar la calidad de la asesoría a sus usuarios. A este respecto, Ana Fernanda Maignashca ha planteado la necesidad imperiosa de diseñar una gama de productos acorde con los perfiles y necesidades de los

clientes haciendo reflexiones muy interesantes sobre cómo usar el concepto de riesgo y el sentido que él tiene frente a dichas necesidades.

Así, podría concluirse que para el sistema financiero como un todo existe un desafío bien importante en el desarrollo de una oferta más amplia y diversificada tanto de los FIC como de los FVP. Estos son mecanismos idóneos para fortalecer el ahorro financiero del país a distintos plazos, sobre todo en horizontes temporales amplios. A pesar del espacio que aún está por desarrollarse en este frente, es estimulante que la industria financiera este avanzando en comprender que los productos bancarios y los asociados al mercado de capitales en el tema de ahorro se pueden complementar. Bajo este propósito es indispensable generar una oferta que se adapte más a las necesidades de ahorro con base en los perfiles y apetito de riesgo de los potenciales clientes.

3.3.3 Fondos de Capital Privado

La industria de los fondos de capital privado ha mostrado una dinámica interesante en Colombia durante los últimos años. Con la autorización concedida a los FPO para invertir en esta clase de vehículos a mediados de la década pasada, se ha presentado un crecimiento acelerado en el número de gestores y FCP en Colombia, siguiendo la tendencia internacional³. Los FCP como elemento constitutivo del sistema financiero guardan un carácter particular teniendo en cuenta el alcance y su interrelación tanto con el mercado de capitales como con la industria bancaria.

Se reconoce que los FCP han cumplido un papel importante y que han contribuido al fortalecimiento de compañías y a su posterior crecimiento, gracias a la incorporación de mejoras en sus prácticas gerenciales, el fortalecimiento de su gobierno corporativo y a la realización de modificaciones en la gestión financiera. Una situación que cobra relevancia en aquellas firmas que tienen un potencial promisorio de crecimiento y en aquellos proyectos empresariales que necesitan de impulso para insertarse exitosamente en la economía.

Desde esa óptica, parece haber consenso en que, si bien su forma de participar en las compañías no es a través de mecanismos de mercado, tales vehículos deben considerarse como parte de un “ecosistema”, en la medida en que facilitan la consolidación de empresas, que posteriormente puedan participar en el mercado, tanto de deuda como de capital. A su vez, gracias al mejoramiento de la gestión financiera por parte de las firmas, también los FCP ayudan a promover un uso más eficiente de los productos y servicios bancarios.

Al respecto, hay que recordar que tales fondos normalmente tienen una extensión predeterminada, al cabo de la cual sus gestores deben liquidar la inversión y distribuir su monto a los inversionistas. Si bien hasta ahora, en los pocos fondos que ya han agotado tal plazo, la forma de hacerlo ha sido

³ The Economist, October 22-28, 2016, Briefing: Private Equity, “*The barbarian establishment*”. El reporte comienza con esta afirmación: “Private equity has prospered while almost every other approach to business has stumbled. That is both good and disturbing”.

la venta a otros inversionistas, ya sea compañías vinculadas a los correspondientes sectores u otros FCP, la opción de desinvertir a través de mecanismos de mercado sigue siendo una posibilidad real, la cual tendrá más penetración en la medida que el mercado de capitales supere las barreras que actualmente limitan su mayor desarrollo.

Por el momento, como ya se mencionó, la mayor parte de los recursos hasta ahora movilizados a través de FCP se ha invertido en fondos inmobiliarios. Para algunos inversionistas, especialmente institucionales, como los FPO o las compañías de seguros, tiene sentido mantener tales inversiones por períodos largos de tiempo, devengando sus rendimientos periódicos, fundamentalmente provenientes del arrendamiento de las propiedades.

Sin embargo, para otros, por ejemplo, personas naturales con altos patrimonios, estas inversiones podrían ser mucho más interesantes si tales participaciones tuvieran liquidez en el mercado secundario. Algunos fondos han seguido ese camino con resultados muy satisfactorios y se piensa que hacia el futuro ese debería ser el camino, como de hecho ocurre en otros países.

Finalmente, debido a la articulación que pueden generar los FCP entre el desarrollo de empresas y proyectos con potencial de crecimiento, el sistema bancario y el mercado de capitales se hace necesario que se evalúe la posibilidad de generar una normatividad regulatoria propia para estos fondos. Tradicionalmente, la regulación que rige a los FCP tiende a ser la misma que aplica para los FIC, pero dada la madurez y la proyección de esta industria se hace indispensable una evaluación por medio de la cual se diseñe una regulación que permita reconocer las características idiosincráticas de los FCP. Precisamente, esta sería una consideración que podría incluirse en la nueva Misión para el mercado de capitales.

3.4 Sociedades Aseguradoras

En un sistema pensional de capitalización es indispensable la existencia de un mercado de rentas vitalicias, que administre eficientemente la fase de desacumulación de dichos ahorros y garantice el pago de las pensiones. En Chile, donde el sistema pensional está en una fase de madurez mayor que en Colombia, este negocio de rentas vitalicias exhibe un nivel importante de desarrollo y cuenta con cuantiosas reservas, de un monto casi tan grande como el propio ahorro acumulado en los fondos de pensiones. Por el contrario, en el país las rentas vitalicias son una rama prácticamente inexistente en el negocio de seguros de vida, y por eso insistentemente se menciona como un elemento crítico para el mercado, que debe ser apropiadamente desarrollado.

En Colombia, han existido muchas dificultades para que este mercado se dinamice. Del lado de la oferta de este producto, las compañías de seguros han sido reacias a ofrecer rentas vitalicias, y solo lo han hecho en forma limitada y en gran medida alrededor del seguro previsional (invalidez y sobrevivencia) que es de obligatoria contratación por las AFP, debido a contingencias muy difíciles de asumir y gestionar.

Estas dificultades se concentran, por una parte, en el hecho de que las pensiones en el país no pueden ser inferiores al salario mínimo y entonces, para pensiones que inicialmente tengan un valor cercano a él, existe un gran riesgo, muy difícil de cuantificar, dado que el incremento de dicho salario mínimo está sujeto a decisiones políticas francamente imprevisibles. Este problema fue parcialmente corregido por el gobierno, que asumirá una parte de dicha contingencia.

El segundo tema, igualmente complejo, tiene que ver con las sentencias judiciales, que por razones de “equidad” han determinado el otorgamiento de pensiones que van mucho más allá de lo que correspondería de acuerdo con una interpretación precisa de las normas vigentes. Por lo anterior, se requiere precisión normativa, y eventualmente, la creación del equivalente a lo que es el FOSYGA en el sistema de salud, que asuma aquellas prestaciones que van más allá de lo establecido en las coberturas de Ley.

Sin embargo, el principal obstáculo al desarrollo de las rentas vitalicias tiene que ver con la estructura misma del sistema pensional y la coexistencia del régimen de ahorro individual con el de reparto, en Colombia conocido como de prima media, que además conlleva en sus prestaciones un significativo componente de subsidio. En tales condiciones, la decisión racional de los afiliados es el cambio de régimen en el último momento en que puedan hacerlo, diez años antes de cumplir la edad de jubilación, y pensionarse en el régimen de prima media, con una renta vitalicia subsidiada en un porcentaje que en promedio puede ser del orden de 50% de su mesada. Paradójicamente, la población para la cual es atractivo mantenerse en el régimen de ahorro individual son los trabajadores con una baja densidad de cotización, para quienes la devolución de saldos al final de su vida laboral es muy superior en el sistema de capitalización, por cuanto contempla los rendimientos reales del ahorro realizado.

Por lo anterior, no debe sorprender el traslado masivo de afiliados desde los Fondos de Pensiones privados al régimen de prima media. En 2016, por cada afiliado trasladado del RPM hacia el RAIS, se han realizado cerca de siete traslados en sentido contrario. Muy seguramente esa situación se verá agravada con la reglamentación reciente sobre la doble asesoría a los afiliados que deseen cambiar de régimen pensional.

En resumen, una estrategia para desarrollar el mercado de capitales en el país deberá tener en cuenta consideraciones sobre el muy bajo desarrollo del mercado de rentas vitalicias. Aunque se han dado algunos avances en la mitigación de los riesgos que conlleva este mercado, existe un terreno de amplia discusión para diseñar políticas que propicien un ambiente más favorable, las cuales incluso podrían incorporarse en una eventual reforma pensional, reforma que por cierto deberá tener en cuenta la superación de los problemas de equidad, sostenibilidad financiera, ineficiencia y baja cobertura.

3.5 MILA - Alianza del Pacífico

En 2010, por iniciativa de las bolsas de valores de Colombia, Perú y Chile, se creó el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), con el objetivo de largo plazo de lograr la operación conjunta de los mercados accionarios de los tres países. Posteriormente, con la suscripción de los acuerdos que dieron lugar a la Alianza del Pacífico (AP), se incorporó México y se inició un proceso de búsqueda de consensos alrededor de la armonización normativa y la eliminación de barreras, con el objetivo de buscar un funcionamiento integrado de los mercados de capitales de estos países.

El objetivo buscado es muy plausible y ha despertado gran interés y apoyo. Sin duda, por tratarse de una iniciativa concreta, es posiblemente el aspecto más visible y de mayor impacto dentro de las iniciativas de la AP. Por lo demás, la meta final, de tener un único mercado de valores, o una armonización normativa y operativa tan profunda que le permita a los distintos actores del mercado operar en forma transparente, como si se tratara de un único mercado, representaría grandes beneficios para las cuatro economías, como se ha discutido ampliamente en estudios recientes (Perry y Auvert, 2016; FMI, 2016).

En particular, dadas las limitaciones existentes en cada uno de esos mercados cuando se analizan en forma aislada, es claro que un mercado integrado permitiría ampliar en forma significativa tanto la oferta como la demanda de títulos. De igual forma, permitiría ampliar la presencia de actores en el mercado a través de gestores de portafolio, firmas comisionistas y demás agentes involucrados en el mercado de capitales de los cuatro países.

En ese contexto, un aspecto muy relevante consiste en que los cuatro países de la AP han adoptado y cuentan con sistemas pensionales de capitalización con algún grado de desarrollo importante. Esto implica que en los regímenes de inversión de tales sistemas los activos domésticos tienen amplios límites. El solo hecho de dar el tratamiento de inversión nacional a los emisores calificados de los países de la Alianza, no solamente representaría grandes ventajas para los emisores, sino que facilitaría la diversificación de los portafolios y la búsqueda de más amplias oportunidades de inversión y mejoras en la rentabilidad.

Sin embargo, los retos asociados con la remoción de obstáculos regulatorios y armonización de las normas cambiarias, tributarias, de supervisión de emisores, entre otras, para los países que conforman la AP son muy grandes. El logro de los objetivos buscados, y sus amplios beneficios, tomarán tiempo en materializarse y requerirán un trabajo coherente y sistemático, que permita lograr metas concretas en forma continua. Por tal razón, trazar una ruta coherente se hace indispensable, una tarea que bien vale la pena estructurar e incluir en el documento que surja de una eventual nueva Misión para el desarrollo del mercado de capitales colombiano.

3.6 Las concesiones de cuarta generación (4G) y otros proyectos de infraestructura

El ambicioso plan de inversiones en infraestructura vial puesto en marcha por el Gobierno del Presidente Santos ha implicado la necesidad de movilizar cuantiosos recursos, como es ampliamente conocido. Si bien las necesidades de financiamiento han sido evidentes para estos años, también es cierto que el país deberá dar continuidad a esta estrategia de desarrollo de la infraestructura en el más largo plazo, y ello requerirá de un mercado de capitales más desarrollado y profundo.

El hecho de que se haya implementado una estructura para el desarrollo de los proyectos con base en las llamadas Asociaciones Público - Privadas (APP) genera un espacio importante para la participación de las variadas opciones que genera el mercado de capitales en cuanto al financiamiento de dichos proyectos. Bajo el esquema de APPs, el Gobierno adjudica la construcción y explotación de los proyectos a empresas privadas debidamente calificadas, bajo rigurosos esquemas contractuales que, entre otras cosas, permiten tener una razonable predictibilidad de los flujos financieros una vez se haya terminado su construcción. Así, estos proyectos se convierten entonces en candidatos muy interesantes para acudir a los mercados de capitales para su financiación, como ocurre en otros países.

Durante la primera etapa de los proyectos, la de construcción, el mecanismo principal de financiación es el crédito bancario, debido a que los riesgos propios de esa fase dificultan emitir bonos que sean suficientemente atractivos para el mercado y eso es lo que ha venido ocurriendo hasta ahora en términos generales, salvo algunas excepciones. No obstante, una vez los distintos tramos de una obra entran en operación y dados los mecanismos de mitigación del riesgo de tráfico que han sido establecidos en los contratos, los créditos bancarios pueden perfectamente sustituirse por bonos de una muy buena calificación, reduciendo los costos financieros de forma significativa.

Dada la intensa competencia que se ha dado para la adjudicación de los proyectos, los distintos concesionarios, con el fin de ser competitivos, han debido acudir a asesores especializados que han contemplado, para preparar las ofertas, estructuras financieras que incluyen diferentes mecanismos. En dicho sentido, esto conduce a pensar que en un plazo relativamente corto tales emisiones de bonos de infraestructura empezarán a aparecer en el mercado, pudiéndose prever una fuerte demanda por parte de inversionistas como los fondos de pensiones y las compañías de seguros, para los cuales papeles de largo plazo, con rentabilidad atractiva y bajo riesgo son muy apetecidos.

No es de descartar que las necesidades de capital por parte de los concesionarios de estas obras, tanto en sus compañías matrices como en los vehículos de propósito especial constituidos para su ejecución, generen un incentivo para que decidan obtener capital a través de mecanismos de mercado. Al respecto, existe la posibilidad de que tales aportes se canalicen a través de FCP constituidos para tal fin y, con una alta probabilidad, podemos esperar que se constituyan fondos con participaciones en varias concesiones de las muchas que existirán en el país en los próximos

años. Aquí, cabe el comentario hecho sobre los fondos inmobiliarios. Valga decir que tales fondos podrían ser negociados en la bolsa y con seguridad serían instrumentos muy atractivos y de alta bursatilidad.

Por otra parte, puede afirmarse que durante las próximas décadas la inversión en infraestructura mediante APPs, de origen tanto público como privado, en carreteras y en otro tipo de obras, será uno de los principales motores de la inversión en el país y requerirán movilizar recursos muy cuantiosos. Bajo esta premisa, el desarrollo de la infraestructura deberá ir acompañado de un mayor desarrollo del sistema financiero y, en particular, del mercado de capitales.

En conclusión, dada la importancia de estas obras como política pública y eje estratégico de la acción del Gobierno, este último ha procedido a realizar varios ajustes regulatorios e institucionales para facilitar la movilización de los recursos. Dentro de esos cambios institucionales se desataca la creación de la Agencia Nacional de Infraestructura y la Financiera de Desarrollo Nacional. El llamado aquí es a que el Gobierno siga atento a viabilizar el desarrollo de la infraestructura para que esta perdure en el largo plazo, con las debidas precauciones para que no se presenten distorsiones en la forma de gestionar los riesgos asociados. Por tanto, generar las condiciones apropiadas para el financiamiento por vía bancaria y de mercado de capitales es un imperativo.

3.7 La infraestructura del mercado

Respecto al estado de la infraestructura de mercado, existe amplio consenso en que el país cuenta hoy con una infraestructura de mercado que, en términos generales, se ha desarrollado adecuadamente y que funciona con estándares apropiados. No obstante, persiste la sensación generalizada de que es necesario hacer un esfuerzo adicional para propiciar la reducción de los costos asociados con la misma. Es este elemento en el que en opinión de varios agentes de mercado tiende a constreñir la dinámica de varios jugadores del mercado.

Por supuesto, se entiende que una forma deseable para disminuir los costos asociados a la infraestructura es hacerlo a través del crecimiento del mercado, pero se piensa que es momento de realizar un esfuerzo adicional en la búsqueda de eficiencia. Aunque podría existir competencia en la provisión de estos servicios, en la práctica eso no parece factible ya que en la realidad los proveedores de la infraestructura se convierten en monopolios naturales.

3.8 Las Autoridades

Dentro de las reflexiones a manera de diagnóstico que se consideraron en esta sección del estudio no podía dejarse de lado a uno de los agentes protagónicos dentro del mercado: las autoridades. Para algunos de los entrevistados, desde la óptica del mercado de capitales existe la inquietud sobre las bondades de la fusión de la Superintendencia Bancaria y la Superintendencia de Valores y su

impacto sobre el desarrollo de dicho mercado. Lo anterior se sustenta bajo la consideración de que dentro de la actual Superintendencia Financiera predominan las funciones asociadas con la regulación de los establecimientos de crédito. En particular, se piensa que, dentro del arreglo institucional anterior, la Superintendencia de Valores cumplía un rol de promotor del mercado de capitales, que en la actualidad pareciera no existir.

Relacionado con lo anterior, otro aspecto que cabe señalar dentro de los cambios institucionales, es haber separado de manera precisa la función de supervisión de la de regulación, y haber asignado esta última a la URF (Unidad de Regulación Financiera), bajo la tutela del Ministerio de Hacienda. En ese sentido, y si se acepta la razonabilidad de haber separado nítidamente las dos funciones, lo sensato es que la tarea promocional del mercado no corresponda al supervisor y sea más bien del resorte del regulador y, en general, de los responsables de la política económica.

Así, a manera de conclusión, si bien se reconoce la receptividad y el buen diálogo existente por parte de los agentes de mercado, tanto con la Superintendencia Financiera como con la URF, se señala la necesidad de fortalecer sus estructuras, un tema que podría abordarse en la nueva Misión. Esta necesidad tiende a ser sentida, por cuanto los agentes de mercado perciben de manera persistente que los procesos conducentes para desarrollar el mercado son demorados y se cree que podrían llevarse a cabo de manera más ágil en lo referente a la promoción del mercado de capitales.

Respecto a las autoridades, también se concluye que hay un amplio consenso respecto a la necesidad de precisar de mejor manera las competencias y el ámbito de actuación del Autorregulador del Mercado de Valores. En ocasiones pareciera que la delimitación de funciones entre este organismo y la Superintendencia Financiera no es lo suficientemente clara. Así, la separación de funciones de manera más categórica, incluyendo las de promoción, serían consideraciones de gran aporte en la nueva hoja de ruta para el desarrollo del mercado de capitales.

4 Recomendaciones y agenda futura

Una vez identificadas las principales consideraciones que determinan el estado actual del mercado de capitales, en esta sección se procederá a formular algunos puntos, a manera de recomendaciones, que podrían favorecer una mayor profundización del mercado. Estas recomendaciones podrían ser utilizadas como bases en la formulación de políticas en el marco una nueva misión para el desarrollo del mercado de capitales.

En este estudio se ha ilustrado que más allá de los temas de coyuntura, nacional e internacional, los cuales pudieron haber afectado puntualmente el desempeño de los mercados durante los últimos años, es claro el hecho de que el mercado de capitales en Colombia está atravesando por una situación de relativo estancamiento. Para superar dicha situación una eventual nueva misión para el estudio del mercado deberá tener en cuenta la resolución de algunos temas estructurales y otros más puntuales.

En cuanto a los temas estructurales, se debe partir de la realidad de la conformación e integración del sistema financiero colombiano. Esta debe ser concebida como resultado de la evolución histórica y también de la forma exitosa como varias de las entidades financieras enfrentaron la competencia externa. En el contexto de esta realidad, sería deseable generar una agenda de trabajo donde elementos transversales a los actores del sistema potencialicen la estructura del mercado de capitales a favor de su mayor desarrollo.

Son cuatro los ejes que se identificaron como potenciadores para lograr mayores niveles de desarrollo del mercado. Estos incorporan las principales dimensiones de la dirección que debería tener la nueva hoja de ruta que se trace en el marco de la estrategia nacional para la profundización del mercado de capitales. Los ejes propuestos para sentar dicha estrategia y sobre los cuales podría reposar la nueva misión son: **la innovación, la competencia, la apertura y la configuración del mercado de riesgo**. Estos ejes además de tener en cuenta la realidad colombiana, también se plantean bajo las lógicas inherentes al mercado de capitales.

Así las cosas, la innovación como medio dinamizador tanto en el desarrollo de canales como de medios que faciliten la interconexión expedita entre la oferta y la demanda resulta fundamental, más aun teniendo en cuenta el ritmo acelerado de la tecnología y la economía digital en el ecosistema financiero, como viene ocurriendo con las *Fintech*. Esto no solo plantea retos importantes en la implementación de conocimiento especializado para la exitosa utilización de la innovación tecnológica en el desarrollo de los mercados, sino también para generar la regulación procedente de manera oportuna.

La innovación concebida como elemento diferenciador resulta ser más proclive en ambientes donde la diversidad y el número de actores van en aumento. Y es esta característica uno de los rasgos que tiende a ser más acentuado en los mercados con mayor madurez. Por ello, los procesos de integración de mercados internacionales parecen ser la ruta más expedita para aumentar los volúmenes de oferta y demanda que sean conducentes para la generación de una mayor variedad de instrumentos financieros.

Los procesos de apertura y su correcta estructuración, por su parte, son un pilar de alta preponderancia para llevar a buen término los procesos de integración entre mercados internacionales. No solo la disposición sino también la voluntad manifiesta mediante acciones que busquen remover los obstáculos operativos, armonizar los aspectos regulatorios y tributarios, entre otros, son consideraciones de primer orden para cumplir con las metas cuantitativas y cualitativas que deben ser consignadas en el plan estratégico para el mercado de capitales. Lo anterior con el propósito de consolidarse como un sistema que ayude a impulsar decididamente la actividad económica.

Por último, como otro eje transversal y relacionado con la mayor diversidad que debe ofrecer el mercado en materia de instrumentos y vehículos financieros se recomienda generar acciones que permitan impulsar ordenadamente el mercado de riesgo. El mercado local debe avanzar en poder

canalizar los recursos de una demanda que no está siendo atendida mediante productos más diversos y que generen más rentabilidad. Esta recomendación se basa en la presencia y aparición sistemática de mecanismos de ahorro e inversión informales que surgen bajo la ilegalidad. Así, la organización de un mercado de riesgo, formal y desarrollado, podría extenderse no solo al segmento de las grandes firmas, mediante una mayor liquidez en el mercado de títulos de renta fija corporativa, sino también al segmento *retail* mediante los FIC e incluso de los FVP.

Por otra parte, en cuanto al conjunto de recomendaciones más puntuales y específicas, a continuación, se mencionarán algunas consideraciones que pueden ser cruciales para formar parte de un conjunto ordenado de estudios por parte de una nueva Misión. Algunos de ellos son más concretos que otros, pese a lo cual las recomendaciones acá planteadas generan suficiente contenido para formar parte de esa agenda. Por lo demás, lo que finalmente sea propuesto por la mencionada Misión, si se decide constituirla, debe convertirse en una verdadera hoja de ruta y en un plan de acción, con amplio respaldo de todos los actores involucrados, para que así contribuya al crecimiento de la economía y el bienestar de los colombianos.

4.1 Integración financiera en el marco de la Alianza del Pacífico: una gran prioridad

De lograrse los objetivos de una integración exitosa cambiaría radicalmente la estructura de oferta, demanda y la participación de actores en todos los mercados de la Alianza, como se expuso en la Sección 4.5. Estudios que se han realizado previamente (Perry y Auvert, 2016; FMI, 2016, entre otros) recomiendan la creación de una secretaría técnica permanente para el MILA, encargada de gestionar los acuerdos logrados, de forma tal que entre reunión y reunión de los presidentes y sus Ministros de Hacienda se logren, de manera efectiva, los avances requeridos.

La anterior se podría constituir en una vía práctica para capitalizar el gran respaldo político que todos los gobiernos de la AP le han dado a esta iniciativa. A su vez, al éxito de esta iniciativa también debe contribuir el respaldo y apoyo técnico de los organismos multilaterales, que pueden proveer los fondos necesarios para su funcionamiento y servir de amortiguadores para las posibles fricciones que por razones de celos nacionales puedan surgir. En ese sentido, la responsabilidad de esa secretaría debería estar en cabeza de una gran autoridad técnica, que por su prestigio tenga acceso a las altas autoridades de todos los países, y por supuesto, que tenga la firme convicción de la importancia de la tarea a desarrollar. La sede de la secretaría debería situarse en un país diferente al de la nacionalidad de quien la vaya a dirigir, y su equipo técnico debería tener diversidad de nacionalidades y estar conformado por profesionales de gran idoneidad.

El gobierno nacional debería comprometerse decididamente con esta iniciativa, que puede tener un altísimo impacto sobre el desarrollo del mercado. Sin lugar a dudas, un desarrollo exitoso de la integración potencializaría positivamente la estructura de nuestro mercado, abriendo grandes oportunidades para todos sus actores. En principio, no debería haber perdedores significativos y

sería una forma eficiente de “sacudir” un poco el aletargamiento que en la actualidad pueda presentarse.

4.2 Mayor eficiencia en la gestión de los portafolios pensionales

Los FPO han sido el gran motor del crecimiento del mercado de capitales colombiano; sin embargo, existe consenso en que su rol debería ser más activo, como mayor debería ser su apetito por activos de mayor riesgo y mejor rentabilidad, buscando mejores pensiones para sus afiliados. Algunos atribuyen el comportamiento poco dinámico de la gestión de los portafolios pensionales a la alta concentración de la industria, ya que dos administradoras manejan cerca del 80% de los afiliados y los recursos del sistema, lo que podría estar incidiendo sobre la moderación en la intensidad de la competencia. La verdad es que, haciendo abstracción de juicios de valor al respecto, hay que reconocer que el comportamiento de estos administradores es perfectamente racional frente a la regulación existente, que induce una clara aversión al riesgo y una composición poco diferenciada de sus portafolios, el llamado “efecto manada”.

Entendiendo que dicho comportamiento está íntimamente ligado a la existencia de las normas de rentabilidad mínima explicadas en la Sección 3.3.1, en las entrevistas llevadas a cabo se mencionó con frecuencia la necesidad de revisar tal normatividad, con el fin de propiciar una mayor diferenciación. Sin embargo, dada la manifiesta inutilidad de dicho mecanismo de supuesta protección de los afiliados, más aún el hecho de que conduce a un manejo claramente inferior de esos recursos, la recomendación que aquí se hace es eliminar totalmente dichas normas.

Por otra parte, se considera que complementariamente a tal medida es necesario introducir claros incentivos a la búsqueda de una mayor rentabilidad, mediante una gestión más proactiva de los portafolios. Por tanto, se recomienda cambiar la forma de remunerar la actividad de los administradores de los activos pensionales, pasando de una comisión fija sobre los montos recaudados a una retribución variable, asociada a los rendimientos de los portafolios. Por supuesto, es claro que una cosa es la recomendación genérica que aquí se hace, y otra el diseño específico de las fórmulas que deban adoptarse, que requieren de una calibración muy precisa, con el fin de dar las señales adecuadas y evitar comportamientos que puedan generar resultados perversos.

En particular, cabe hacer énfasis en que para el ahorro pensional individual lo importante es lo acumulado al final de la vida laboral del afiliado, y no los resultados y las volatilidades de corto plazo, por lo cual esta propuesta debe incluir también la revisión cuidadosa de las reglas para cambiar de portafolio de acuerdo con la estructura de multifondos. En otras palabras, lo que aquí se sugiere es que el correcto manejo del riesgo pensional implica que a medida que el afiliado envejece debe migrar a portafolios de menor volatilidad.

Con el régimen actual, la competencia entre AFP se concentra en capturar mayores afiliados a través de costosos esquemas comerciales, que no necesariamente conducen a mejores

rentabilidades de largo plazo. Esta propuesta pone el foco en buscar la alineación de intereses entre el administrador y el afiliado.

Lo dicho hasta aquí sobre la administración del Sistema de Ahorro individual es totalmente válido para la gestión de los recursos de los Fondos de Pensiones Territoriales, que se administran, también, con criterios cortoplacistas. Para estos, el incentivo es de carácter fiscal. Si una mejor gestión conduce a mayores rentabilidades, las necesidades futuras de recursos públicos para atender al pago de las pensiones se verán disminuidas. Por tanto, aquí también se recomienda la eliminación de la rentabilidad mínima y cambiar el esquema de remuneración en el sentido antes señalado.

Adicionalmente, y especialmente para los Fondos de Pensiones Territoriales, se considera crucial avanzar en las precisiones sobre el concepto de “deterioro patrimonial” que elimine los riesgos hoy existentes para los administradores debido a las interpretaciones de los organismos de control al respecto. Finalmente, es recomendable hacer una revisión profunda del régimen de inversiones de tales portafolios.

4.3 Las rentas vitalicias: complemento indispensable del Régimen de Ahorro Individual

El desarrollo del mercado de rentas vitalicias se hace indispensable para fortalecer el esquema pensional de ahorro individual. Se recomienda, dentro de la necesidad de hacer una reforma pensional profunda que corrija los desequilibrios del sistema, incluir un apartado que formule las acciones para desarrollar en el país un mercado de rentas vitalicias eficiente. En realidad, lo que está en juego es la existencia misma del régimen pensional de capitalización y la sostenibilidad fiscal del país.

4.4 Democratización de activos estatales y nuevos vehículos

La inscripción en la BVC de nuevas compañías siempre será un factor dinamizador del mercado. Al respecto, cabe recomendar un análisis detallado del portafolio de empresas de propiedad o control estatal, con el fin de definir un plan de democratización accionaria. En este aspecto la experiencia colombiana ha sido muy positiva, se cuenta con el conocimiento ya adquirido, y se podrían materializar recomendaciones sobre mejores prácticas en cuanto al buen gobierno de empresas estatales.

Por otra parte, y frente al número limitado de emisores de acciones, parece pertinente impulsar el desarrollo de nuevos vehículos, aprovechando ciertas realidades del mercado actual. En particular, hay gran consenso en que las inversiones de infraestructura ofrecen interesantes oportunidades, que vale la pena aprovechar. Al respecto, se considera importante pensar en formas de estímulo para que cumplan con tal propósito, y posiblemente la FDN y la ANI podrían incluir dentro de sus

análisis y definición de estrategias esa dimensión. Sin duda, el camino fácil, no necesariamente el óptimo para la economía y los propios interesados, es llevar a cabo las distintas operaciones de movilización de recursos a través de vehículos privados. Por ello parece útil pensar en incentivos que fomenten la participación en el mercado de estos vehículos. Una consideración semejante cabe para otras actividades en auge, como los vehículos inmobiliarios.

Para estos propósitos, posiblemente la incursión al país de nuevos actores, especialmente gestores de portafolio con experiencia en otros mercados e ideas innovadoras puede ser una gran contribución. Es importante identificar las barreras que aún subsisten al ingreso de tales agentes, con el fin de facilitar su llegada al país. Con este propósito, vale poner como ejemplo el mercado de Fondos Índice (ETF) que ha sido una especie de alta liquidez y les ha permitido a muchos inversionistas diversificar el riesgo de sus inversiones en renta variable.

4.5 Costos, infraestructura, información y procesos

Como en cualquier actividad o proceso productivo, de tiempo en tiempo es muy importante hacer un barrido de todas las actividades desarrolladas, con el fin de detectar no solo redundancias, ineficiencias y obstáculos sino la forma de removerlos, con el fin de hacer más simples y económicos los procesos de emisión, negociación y registro de los distintos valores negociados. A continuación, se esbozan algunas ideas y áreas de interés para estos propósitos.

Existe la convicción de que los tiempos, requisitos y solicitudes de información asociados con la aprobación de una emisión por parte de la Superintendencia Financiera podrían simplificarse sustancialmente, sin que ello implique un deterioro en el rigor de dichos procesos. Se considera que en muchos casos las posibles demoras, o simplemente lo engorroso del proceso, hacen que muchos emisores potenciales renuncien prematuramente a su intento de acceder a los mercados públicos. En estos casos, un levantamiento riguroso de los procesos no solamente permitirá redefinirlos de una forma más ágil y precisa, sino que posiblemente pondrá de manifiesto las redundancias que desde el punto de vista normativo puedan existir. En otras palabras, lo que aquí se recomienda es que, al análisis y aproximación jurídica y económica, hay que añadirle la dimensión procedimental.

En cuanto a los costos mismos de transacción, es decir, todos los asociados con el funcionamiento de la BVC, las operaciones de registro, custodia, etc., si bien se trata de empresas de carácter privado proveedoras de los servicios, es importante propender por una mayor eficiencia, entendiendo que existen barreras competitivas que eventualmente desestimulan los ajustes administrativos que conduzcan a menores tarifas. En ese sentido, parece importante revisar aspectos que puedan conducir a una mayor integración, horizontal y vertical de los proveedores, que facilite y redunde en menores costos. Como ejemplo, cabe destacar los avances recientes hacia la integración empresarial de la BVC y Deceval, proceso que tiene toda la racionalidad.

Desde esta perspectiva, el fortalecimiento de la infraestructura tecnológica, adoptando las mejores prácticas de otros mercados, debe permitir contar con mejor y más ágil información, valiosa para todos los actores del mercado. Esto debe facilitar las negociaciones, reducir costos y, en consecuencia, mejorar la competitividad de todo el sistema.

Por lo demás, es necesario desarrollar una regulación que promueva el uso de canales electrónicos de negociación para las personas naturales, con el fin de acercar estos clientes al mercado. Este es un frente en el que hay un amplio camino por recorrer.

4.6 Educación financiera

Así parezca un tanto lejano, en principio, a la esencia de este análisis, lo cierto es que Colombia requiere una estrategia de largo plazo en cuanto a generar la cultura del ahorro y capacitar progresivamente a sus ciudadanos en las técnicas de análisis apropiadas según su capacidad de comprensión. En el mundo actual y para distintos niveles, que incluyen la educación básica y la secundaria, es importante pensar en cómo incluir en los “pensum” escolares los contenidos apropiados de educación financiera.

Adicionalmente, es necesario robustecer el nivel de capacitación de quienes en las instituciones financieras tienen a cargo el relacionamiento con el público, para que puedan desarrollar idóneamente su gestión de asesoría. Este punto guarda una singular particularidad en el mercado de capitales, dada su dinámica y la oferta de productos e instrumentos financieros que se pueden derivar de él. Esta recomendación no busca más que fortalecer el rol de asesoría financiera en beneficio de los usuarios y desde luego del sistema, ofreciendo productos que realmente se ajusten a las necesidades y perfiles de los distintos usuarios, en medio de un mercado que debería migrar a ser más dinámico.

4.7 El Indicador Bancario de Referencia

Existe consenso en que este es el indicador que en las actuales circunstancias refleja correctamente el costo del dinero en la economía colombiana. Posterior a su puesta en funcionamiento en 2008 ha sido evidente que la IBR ha guardado un grado de asociación importante con el comportamiento de la política monetaria del Banco de la República y, a su vez, ha reflejado de manera satisfactoria las expectativas de mercado sobre las tasas de interés.

Por ello, es necesario aunar esfuerzos para que se posicione plenamente como la tasa de referencia del mercado monetario y para que todos los participantes del mercado conozcan sus beneficios y su uso se generalice. Se considera que de esta forma se puede ampliar la oferta de productos y generar un mayor desarrollo del mercado de derivados. Por ejemplo, el tener posiciones atadas a

IBR permite realizar una gestión de riesgos eficiente. Para cumplir con tal propósito en el mercado se han desarrollado coberturas tipo *swap* con una liquidez importante.

4.8 Las autoridades

Como ya se ha señalado, se reconoce la actitud constructiva frente al mercado de la Superintendencia Financiera y la URF. No obstante, dada la trascendencia de sus responsabilidades se recomienda revisar la estructura y planta de personal de los dos entes, así como garantizar un proceso continuo de capacitación y desarrollo de competencias. Claramente se trata de instituciones de carácter técnico, ajenas al devenir político, con inmensas responsabilidades, que frente a un mercado en constante evolución deben ser capaces de responder a estos desarrollos de forma segura y oportuna.

4.9 Recomendaciones complementarias

Por último, en este apartado se mencionarán otras recomendaciones puntuales sobre las cuales podría avanzar una nueva Misión de manera más detallada. Estas recomendaciones abordan temas como la renta variable, la renta fija corporativa, el mercado de derivados, los fondos de capital privado y las consideraciones tributarias.

En el caso particular de los instrumentos de renta variable, pese a que en este trabajo se ha sostenido que la reducción sustancial en las nuevas emisiones de acciones se ha dado por la simple razón de que los posibles emisores no han tenido la necesidad de hacerlo, se considera pertinente evaluar más a fondo la serie de obstáculos en cuanto a costos de acceso (trámites, tiempos y operacionales), incluso de orden regulatorio, que al ser removidos puedan incentivar la participación de nuevos agentes.

En lo que tiene que ver con la renta fija corporativa, como ya se explicó en el anterior capítulo, se ha identificado que existen varios desincentivos para que emisiones de cierto tamaño (inferior a 100 mil millones de pesos) no sean apetecidas en el mercado, a pesar de que pueda existir una oferta potencial. En tal sentido, se recomienda eliminar el límite de 30% de la participación del total de la emisión por parte de las FPO, puesto que para un solo inversionista puede resultar atractivo comprar la totalidad de una emisión, cumpliendo eso sí con las limitaciones propias de transacciones entre vinculados al mismo grupo económico.

También en el mercado de deuda privada se recomienda avanzar en los esquemas e incentivos para mejorar la formación de precios. A nivel institucional, el aporte generado por el grupo de “Visionarios” resulta ser valioso para apoyar el desarrollo de este mercado, razón por la cual sería ideal darle continuidad a la agenda derivada de dicho grupo.

Respecto al mercado de derivados, se sugiere y recomienda avanzar hacia la implementación de los estándares de Basilea en materia de gestión de riesgos. Es importante que para hacer eficiente y competitivo este mercado en expansión se puedan identificar y minimizar las cargas operativas y de regulación que minan la competitividad de las entidades locales frente a participantes del extranjero.

Sobre los FCP se recomienda y reitera que, dada la madurez de esta actividad, se hace necesario expedir una regulación propia para dichos fondos. Esta debe ser diferente a la regulación de los Fondos de Inversión Colectiva que en la actualidad les rige.

Por último, en materia impositiva también se ha evidenciado que este tema resulta ser sensible para el desarrollo del mercado de capitales, en cuanto a la generación de incentivos para la inversión de portafolio. La historia ha mostrado que la inversión extranjera de portafolios se dinamizó cuando se redujo la retención en la fuente. Se recomienda que, en el momento adecuado, se evalúen mecanismos que por esta vía puedan incentivar mayor profundidad al mercado.

5 Conclusiones

Existe conciencia de que el crecimiento del país requiere un mercado de capitales más vigoroso, que de una forma eficiente canalice el ahorro hacia las actividades de alto potencial para la generación de valor agregado. Por ello, en este estudio se pretendió identificar aquellos temas que podrían contribuir en la construcción de unas nuevas bases para el desarrollo del mercado de capitales en Colombia.

La evaluación sobre el comportamiento de los distintos mercados señala que mientras el mercado de deuda pública es un ejemplo a nivel regional en términos de profundidad, liquidez y eficiencia, los mercados de renta variable y de deuda privada han registrado un relativo estancamiento en el periodo reciente, además de exhibir un subdesarrollo con respecto a sus fundamentales. El mercado de derivados, por su parte, si bien ha mostrado un crecimiento relativamente acelerado en los últimos años, en especial en el segmento de instrumentos de tipo de cambio, aún se mantiene rezagado con respecto al promedio de la región.

Bajo el contexto mencionado anteriormente, se puede afirmar, en términos generales, que el mercado de capitales viene presentando cierto estancamiento. En dicho sentido, una nueva Misión para el Estudio y Desarrollo del Mercado de Capitales se hace necesaria, teniendo en cuenta la realidad económica del país, los cambios propios que se han dado en el mercado de capitales en los últimos veinte años, y los desafíos económicos y financieros que debe enfrentar Colombia en los próximos años.

Sobre ese entendido, en este informe se realizó un diagnóstico que pretende contribuir a la conformación de dicha Misión, generando un punto de partida lo más integral posible. Para ello se

incorporó la percepción de analistas, agentes representativos del mercado e investigaciones de diversas entidades para configurar un informe a partir de ellos. Los elementos objeto de reflexión y análisis fueron: la renta variable, la renta fija, los Fondos (pensiones obligatorias, pensiones voluntarias, inversión colectiva, capital privado), las rentas vitalicias, el MILA y la Alianza del Pacífico, las concesiones viales 4G, la infraestructura del Mercado de Capitales y las autoridades de dicho mercado.

El diagnóstico acá presentado sugiere que existen posibilidades de ampliar el tamaño del mercado colombiano, entendiendo que existe una estructura del sistema financiero, fruto de su evolución histórica, y esta debe tomarse como punto de partida. Las recomendaciones aquí consignadas, tanto para potencializar la estructura del mercado, como para desarrollar algunos puntos más específicos, pretendieron construir las bases para una eventual nueva Misión para el Mercado de Capitales y así generar propuestas concretas para superar algunos obstáculos que están influyendo sobre el mayor desarrollo del mercado.

A nivel estructural, se recomienda identificar aquellos temas que contribuyan a promover la innovación y a generar un mayor apetito de riesgo, en el claro entendido de que el sistema puede gestionarlo y obtener mayores rendimientos. En este sentido, se recomienda abordar la estructuración ordenada del mercado de riesgo. Otra recomendación está relacionada con la generación de mayor apertura que incentive la llegada de nuevos actores, para que de esta forma se genere mayor competencia. Todo ello redundará en una mayor oferta de instrumentos y productos propios del mercado para absorber una demanda potencial importante.

Con relación a puntos más específicos, son seis los ejes de trabajo objeto de recomendaciones acá planteadas, más algunos puntos complementarios que se sugiere deben incluirse en una agenda futura de trabajo para desarrollar una hoja de ruta estratégica para el desarrollo del mercado de capitales. Los ejes identificados fueron: la integración financiera en el marco de la Alianza del Pacífico; la mayor eficiencia de los portafolios pensionales; las rentas vitalicias; las democratizaciones de los activos estatales y nuevos vehículos; los costos, infraestructura del mercado, información y procesos; la educación financiera, la IBR y las autoridades.

Una de las grandes prioridades dentro de las recomendaciones específicas formuladas en este estudio es la de avanzar en la integración financiera en el marco de la Alianza del Pacífico. Se considera que mediante ella se podría dinamizar tanto la oferta como la demanda del mercado de capitales. Dentro de las consideraciones para fortalecer la AP se recomienda crear una secretaría técnica con las condiciones descritas en la sección de recomendaciones.

Otro eje específico que se recomienda incorporar en la agenda futura de trabajo es lograr la mayor eficiencia de los portafolios pensionales. Las recomendaciones que se sugiere analizar son: la eliminación de la rentabilidad mínima y el cambio en la forma de remunerar la actividad de los administradores de los pasivos pensionales. Situaciones que también valdría la pena evaluarse para las pensiones territoriales, junto con el elemento de precisar el concepto de “deterioro patrimonial”,

que elimine los riesgos hoy existentes para los administradores debido a las interpretaciones de los organismos de control al respecto.

Respecto a las rentas vitalicias el diagnóstico realizado sugiere que este mercado debe ser desarrollado para actuar como un complemento del Régimen de Ahorro Individual. Teniendo en cuenta el efecto de los gastos asociados al pasivo pensional se recomienda la necesidad de hacer una reforma pensional, esta no solo debe corregir los desequilibrios del sistema, sino también incluir las propuestas para desarrollar un mercado de rentas vitalicias eficiente.

En lo referente a la democratización de activos estatales y la oferta de nuevos vehículos, se recomienda proceder con un análisis sobre el portafolio de empresas de propiedad o control estatal, con el fin de diseñar un plan de democratización accionaria. De otro lado, teniendo en cuenta el número limitado de emisores de acciones, también se recomienda fomentar el desarrollo de nuevos vehículos. Específicamente, existe un importante espectro gracias a las inversiones en infraestructura y en este sentido debe reconocerse el importante papel que desempeña la FDN.

Otro conjunto de recomendaciones se asocia al tema de costos, infraestructura, información y procesos. Se identificó una percepción marcada por parte de los agentes de mercado en que los tiempos, requisitos y solicitudes de información asociados con la aprobación de las emisiones por parte de la SFC podrían optimizarse, claro está, sin afectar el rigor de dichos procesos. En cuanto a los costos asociados a los proveedores, se sugiere revisar aspectos que puedan conducir a una mayor integración, horizontal y vertical, en procura de reducirlos. Por último, las necesidades y cambios generados por la economía digital requerirán del fortalecimiento de la infraestructura tecnológica, lo que deberá permitir contar con mejor información para todos los actores del mercado. Adicionalmente, se hará necesario desarrollar la regulación que promueva el uso de canales electrónicos de negociación para las personas naturales.

Un elemento que tampoco puede perderse de vista es la educación financiera. Colombia requiere de una estrategia de largo plazo que fomente la cultura del ahorro y permita capacitar a los ciudadanos en las técnicas de análisis y uso de los productos y servicios financieros. También se hace necesario fortalecer el nivel de capacitación de quienes en las instituciones financieras tienen a cargo el relacionamiento con los usuarios, para que puedan desarrollar una gestión de asesoría que tenga en cuenta los perfiles de los clientes. Bien valdría la pena incluir en el análisis de la nueva Misión un capítulo de educación financiera que permita articular las políticas públicas y privadas en dicha materia, claro está con énfasis en el mercado de capitales.

Otra consideración que no puede pasar desapercibida en el desarrollo del mercado de liquidez, de derivados y del sector bancario, es el posicionamiento de la IBR. Se hace necesario que este indicador sea el referente del mercado monetario y que todos los participantes del mismo conozcan sus beneficios para que su uso se generalice.

En lo que respecta a las autoridades del mercado, se recomienda diseñar las medidas conducentes a fortalecer su estructura y planta de personal, junto con un proceso continuo de capacitación y desarrollo de competencias; ello es fundamental en un mercado que cada vez tiende a ser más sofisticado y cambiante. Aunque se han dado pasos importantes con base en el proceso de adhesión de Colombia a la OCDE, se requiere tener un plan de acción perdurable en el tiempo para que este elemento siempre esté presente en el desarrollo de las entidades que realizan las actividades de supervisión, regulación y promoción del mercado.

Para finalizar, respecto a las recomendaciones complementarias, las cuales abarcan otra serie de consideraciones en varios mercados, se considera que también podrían contribuir en la mayor profundidad del mercado de capitales.

En materia de deuda privada se requiere crear las condiciones para que aquellas emisiones de bajo monto (inferior a 100 mil millones de pesos) puedan ser atractivas para el mercado. Para generar dichas condiciones se recomienda eliminar el límite que impide que los FPO compren más del 30% de una emisión. También se recomienda darle continuidad al grupo de “Visionarios” para generar propuestas que favorezcan el desarrollo de este mercado y de la formación de precios del mismo. Adicionalmente, la estructuración del mercado de riesgo debe incorporar acciones para que se desarrolle la liquidez de los títulos diferentes a los AAA. También, se recomienda evaluar la posibilidad de aceptar los títulos corporativos en la OMA con el Banco de la República

En cuanto a los FIC y los FVP, su rol como canalizadores del ahorro de largo plazo debe fomentarse decididamente mediante una mayor oferta y variedad de portafolios. Aquí, existe una oportunidad de crecimiento para las administradoras de estos fondos y para sus matrices.

Por su parte, se reitera la necesidad de generar una regulación particular para los FCP. Su papel como actores complementarios en el desarrollo empresarial y como articuladores entre el mercado de capitales y el sector bancario lo ameritan.

En suma, con este informe se ha querido avanzar en un diagnóstico sobre el estado actual del mercado de capitales en Colombia, teniendo en cuenta a sus actores, las posiciones de diversos analistas y las investigaciones que en los últimos años se han desarrollado sobre estos temas. Mediante este ejercicio se ha querido incentivar y justificar ante el Gobierno Nacional, los agentes del sistema financiero, la academia y los hacedores de la política pública y privada, la necesidad de llevar a cabo una nueva Misión para el Estudio del Mercado de Capitales. Este estudio, bajo un ambiente propositivo, hace recomendaciones que espero sean útiles para generar dicha Misión.

6 Bibliografía

- Arbeláez, M. A., Perry, G., & Becerra, A. (2010). *ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO Y RESTRICCIONES FINANCIERAS DE LAS EMPRESAS EN COLOMBIA*. Caracas: CAF.
- Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia. (2013). *EVOLUCIÓN Y RETOS DEL MERCADO DE DERIVADOS EN COLOMBIA*. *Semana Económica* .
- Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia. (2014). El mercado de deuda privada en Colombia: un camino por recorrer. *Semana Económica* .
- Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia. (2014). Una mejor transmisión de la política monetaria en Colombia: reemplazo de la DTF por el IBR. *Semana Económica* .
- Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia. (2015). Promoción de la Integración Financiera de la Alianza del Pacífico. Bogotá .
- Asociación Colombiana de Fondos de Capital Privado . (2015). *Navegando la economía. Evolución y análisis de la industria de fondos*. Bogotá .
- Asociación de Fiduciarias de Colombia . (2016). Principales resultados del sistema financiero y del sector fiduciario .
- Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF). (2007). *LOS SIMPOSIOS DEL MERCADO DE CAPITALES Y SUS MENSAJES*. *Enfoque Mercado de Capitales* .
- Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF). (2014). Desarrollos recientes del mercado de capitales en Colombia. *Enfoque Mercado de Capitales* .
- Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF). (2015). El mercado global de swaps post-Lehman. *Contraparte* .
- Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF). (2015). La Bolsa Mercantil de Colombia . *Enfoque Mercado de Capitales* .
- Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF). (2015). Las Cámaras de Riesgo Central de Contraparte en el mercado de renta variable. *Contraparte* .
- Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF). (2015). Las sociedades especializadas en depósitos y pagos electrónicos . *Enfoque Mercado de Capitales* .
- Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF). (2015). Los fondos de Capital Privado en Colombia . *Enfoque Mercado de Capitales* .
- Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF). (2015). Mercado de Commodities y renta variable local . *Enfoque Mercado de Capitales* .
- Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF). (2015). Mercados de derivados: Lecciones para Colombia provenientes de Brasil y México. *Contraparte* .

- Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF). (2015). Monedas virtuales: el caso del bitcoin . *Enfoque Mercado de Capitales* .
- Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF). (2015). Nuevos estándares de liquidez: Basilea iii vs. el caso colombiano. *Enfoque Mercado de Capitales* .
- Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF). (2015). Riesgos de contraparte poscrisis financiera (2008-2013): Requerimientos de valoración y de capital. *Contraparte* .
- Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia. (s.f.). *La Dinamización del mercado del Mercado de Valores en Colombia:*. Bogotá.
- Banco Interamericano de Desarrollo. (2016). *Financial Integration in the Pacific Alliance*.
- Bernal, O. (2013). *Mercado de Capitales: Regulación e Infraestructura de Transporte*. Bogotá : Banco Interamericano de Desarrollo.
- Bolsa de Valores de Colombia . (2015). Guía para inversionistas extranjeros y perfil del mercado colombiano . Bogotá .
- Bolsa de Valores de Colombia . (2015). *NORMAS SOBRE EL MERCADO DE VALORES Y DEL SECTOR*. Bogotá .
- Bolsa de Valores de Colombia . (2016). *Visionarios de Deuda Privada presentan hoja de ruta para potenciar el mercado de deuda privada en Colombia*. Bogotá .
- Camara de Riesgo . (2016). Evolución Mercado de Capitales por Cámara de Riesgo . Bogotá .
- Decreto 1861. (06 de septiembre de 2012). Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Colombia .
- Decreto 1895. (11 de septiembre de 2012). Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Colombia .
- Decreto 2241. (24 de noviembre de 2015). Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Colombia.
- Decreto 765. (06 de Mayo de 2016). Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Colombia.
- Decreto 767. (06 de mayo de 2016). Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Colombia .
- Departamento de Comunicación y Educación Económica y Financiera del Banco de la República de Colombia. (2014). *El IBR y la DTF como indicadores de referencia*.
- Fedesarrollo. (2010). *EL SISTEMA PENSIONAL EN COLOMBIA: RETOS Y ALTERNATIVAS PARA AUMENTAR LA COBERTURA*. Bogotá .
- Fradique-Méndez, C. (2008). *Guía colombiana del mercado de valores* . Bogotá .
- Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo . (1996). *Misión de estudios del mercado de capitales* . Bogotá : Fedesarrollo.
- Gil, J. M. (2007). CARACTERIZACIÓN DEL MERCADO ACCIONARIO COLOMBIANO, 2001-2006: UN ANÁLISIS COMPARATIVO. *Borradores de Economía* .

- Global Securities Colombia . (2011). *Financiamiento y oportunidades en el mercado de capitales colombiano* . Bogotá .
- International Monetary Fund . (2016). *FINANCIAL INTEGRATION IN LATIN AMERICA*. Washington, D.C.
- Investor Services S.A. . (2007). *Mercado de capitales en Colombia* . Bogotá .
- Leiton, K., Rassa, S., & Rojas, J. (2014). *Mercado de Deuda Corporativa en Colombia. Borradores de Economía* .
- Maiguashca, A. F. (2016). *Una Visión de la Industria de Fondos de Inversión Colectiva en Colombia*. Bogotá: Asociación de Fiduciarias de Colombia.
- Núñez, G., & Oneto, A. (2012). *Gobernanza corporativa en el Brasil, Colombia y México. La determinación del riesgo en la emisión de instrumentos de deuda corporativa*. Santiago de Chile .
- Rojas, C. I., & Gonzalez, A. (2008). *Mercado de Capitales en Colombia: Diagnostico y Perspectivas de su Marco Regulatorio*. Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF).
- Salazar, N., Becerra, A., & Wills, D. (2011). *Impact of Capital Markets Reforms in Colombia's Economic Development*. Confederación Suiza .
- Valderrama, Á., González, C. L., & Miguélez, J. (2015). *Mercado de Deuda Privada en Colombia*. Bogotá.
- World Economic Forum. (2015). *Accelerating Capital Markets Development in Emerging Economies. Developing and Deepening the Colombian Equity Market*. Bogotá .
- World Economic Forum. (2016). *Accelerating Capital Markets Accelerating Capital Markets Economies. Development and Deepening of the Colombian Equity Market*.
- World Economic Forum. (2016). *Accelerating Capital Markets Development in Emerging Economies Country Case Studies*. City of Geneva.

7 Anexo 1. Listado de Entrevistas

Entrevistado	Entidad
Jaime Humberto López	Presidente de la Asociación de Comisionistas de Bolsa – Asobolsa.
Juan Pablo Córdoba	Presidente de la Bolsa de Valores de Colombia.
Santiago Montenegro	Presidente de la Asociación Colombiana de Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías – Asofondos.
Ana Fernanda Manguashca	Codirectora del Banco de la República.
Stella Villegas de Osorio	Presidenta de la Asociación de Fiduciarias de Colombia – Asofiduciarias.
Diego Mora	Director de BlackRock Colombia.
Armando Montenegro	Presidente de BTG Pactual Colombia.
Clemente del Valle	Presidente de la Financiera de Desarrollo Nacional.
Guillermo Perry	Profesor de la Universidad de los Andes, consultor y miembro del Consejo Directivo de Fedesarrollo.
Leonardo Villar	Director de Fedesarrollo.
Natalia Salazar	Subdirectora de Fedesarrollo.
Comité Financiero	Asobancaria.
Augusto Acosta	Consultor Independiente, Ex Superintendente Financiero y Representante Legal de Murano Consultores.
Susana Gómez	Consultora Murano Consultores.
Jorge Hernán Jaramillo	Depósito Centralizado de Valores de Colombia – Deceval.
Isabella Muñoz	Directora Ejecutiva Asociación Colombiana de Fondos de Capital Privado – ColCapital.
Luis Carlos Valenzuela	Director Sumatoria y Ex Ministro de Minas.
Christian Laub	Gerente Credicorp Capital Perú – Ex Presidente de la Bolsa de Valores de Lima.
Cristian González	Miembro del Grupo Visionarios de Deuda Privada – BVC.
Oscar Leiva Villamizar	Gerente General Cámara de Riesgo Central de Contraparte.
Jorge Humberto Botero	Presidente Ejecutivo de Fasecolda.
Rafael González	Presidente de Standard & Poor’s Colombia.
Daniel Cortés	Ex CEO Old Mutual Colombia