

# COMENTARIOS A LAS RECOMENDACIONES DE LAS SECCIONES SOBRE ARREGLO INSITUCIONAL Y ESTRUCTURA DE MERCADOS DE LA MISION DE MERCADO DE CAPITALES

Gerardo Hernández Correa<sup>1</sup>

Quiero agradecer a Asobolsa, a Asofiduciarias y a la Bolsa de Valores de Colombia por invitarme a participar en este congreso sobre **“El futuro del mercado de capitales: resultado de la misión y sus desafíos.”** Sea esta la oportunidad para felicitar al Gobierno Nacional por la oportuna convocatoria de la Misión de Mercado de Capitales y a los miembros de la misión por su trabajo y recomendaciones que permiten de una manera ordenada revisar el futuro de nuestro mercado de capitales.

Mi intervención se circunscribe a las recomendaciones del informe relacionadas con el arreglo institucional y con la estructura del mercado.

## ARREGLO INSTITUCIONAL

1. La Misión del Mercado de Capitales ( MMC) realiza las siguientes propuestas relacionadas con el arreglo institucional que debe regir para el buen funcionamiento del mercado de capitales:
  - ✓ Mantener el actual arreglo institucional con un supervisor unificado y un regulador único.
  - ✓ Las funciones de regulación y supervisión deben ser ejercidas de manera exclusiva por el Gobierno Nacional con el apoyo técnico de la Unidad de Regulación Financiera (URF) y por la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC), respectivamente. En este último caso, destaca la MMC que “ninguna otra agencia u organismo publico o privado deberá desarrollar tales funciones”.
  - ✓ Esta especialización y competencia exclusiva se logra: (i) creando una Dirección General para la Política de Promoción y Desarrollo del Mercado de Capitales que dependa del despacho del Ministro de Hacienda o del Viceministro Técnico de Hacienda; (ii) centrando la labor de regulación en la URF con la idea de que “los decretos de intervención incorporen íntegramente los parámetros técnicos, económicos y jurídicos requeridos para el desarrollo de las actividades asociados al mercado de capitales con un enfoque funcional o basado en principios de riesgo que se coherente con altos estándares profesionales que guíen el ejercicio de la función

---

<sup>1</sup> Codirector de la Junta Directiva del Banco de la República y ex Superintendente Financiero de Colombia. Miembro del Comité Consultivo de la Misión del Mercado de Capitales. Sus comentarios no comprometen a la junta directiva ni al Banco de la República

administrativa de supervisión”; (iii) centrando la labor de la AMV en tareas propias de la autoregulación y profesionalización del mercado.

- ✓ Comparto la propuesta de la MMC sobre la regulación y supervisión unificada, lo cual disipa la antigua y recurrente discusión sobre si debería existir un regulador y supervisor exclusivo para el mercado de valores. La recomendación no solo sigue de cerca las mejoras prácticas internacionales sino que reconoce las particularidades del sistema financiero en donde los conglomerados tienen una participación determinante en su funcionamiento. La supervisión unificada facilita la visión completa del sistema financiero y de sus riesgos dadas las fuertes interacciones entre los distintos mercados, evita arbitrajes regulatorios y permite una adecuada coordinación de la Red de Seguridad Financiera.
- 2. La MMC acierta en propender por la exclusividad y especialización de la URF y de la SFC. Lo anterior implica que el Autorregulador del Mercado de Valores ( AMV) deje de ser el “supervisor de primera línea” previsto en el actual esquema institucional. Así mismo, resulta afortunada la propuesta de crear una instancia (Dirección General para la Política de Promoción y Desarrollo del Mercado de Capitales) que defina y promueva política públicas relacionadas con el sistema financiero, como es el caso de la inclusión y la educación financiera. Esta propuesta que fue discutida y desechada cuando se creó la URF resulta pertinente ya que debe recordarse que en estos temas se interlapan funciones de otros ministerios como es el caso del Ministerio de Educación y MinTic. En este punto es fundamental que la nueva Dirección propuesta, si se creara, no se vuelva una instancia adicional que termine dificultando las labores de regulación y supervisión.
- 3. En distintas intervenciones y escritos he recomendado, como lo hace la MMC, el fortalecimiento de la URF dándole mayor autonomía técnica y financiera. Una URF fuerte es sin duda fundamental para una adecuada estabilidad financiera.
- 4. La MMC resalta la importancia de seguir fortaleciendo el modelo de supervisión basado en riesgo por parte de la SFC que tiene en la ley de conglomerados financieros un elemento fundamental para su aplicación. Como se conoce, el marco integral de supervisión seguido por la SFC se viene implementado con todo éxito y tiene un amplio reconocimiento por parte de otras jurisdicciones.
- 5. La MMC acierta en proponer un nuevo rol a la AMV más cercano de la verdadera autorregulación y profesionalización del mercado. Debe recordarse que el esquema actual de una entidad privada con funciones públicas es excepcional si se mira la experiencia internacional. La especialización de la AMV en asuntos que no incluyan

ser “supervisores de primera línea” facilitará su gobierno corporativo y focalizar su misión.

6. Ahora bien, si bien se debe buscar los principios de especialización y exclusividad en la regulación, no puede dejarse de lado que a nivel internacional se reconoce las facultades que en esta materia deben tener los supervisores que son quienes conocen de primera mano la situación del sector y sus riesgos. Estas facultades de regulación deben mantenerse en la SFC quien además, al ejercer sus funciones de instrucción debe tener plenas facultades para su intervención a las entidades dependiendo de los riesgos de cada una de ellas. Una regulación que no pueda supervisarse plenamente abre el camino a los arbitrajes regulatorios que es algo que se debe evitar. En estas materias la coordinación entre la URF y la SFC es fundamental.
7. Se destaca la propuesta de la MMC de que el Gobierno Nacional pueda autorizar al Gobierno para establecer diferentes grados de inspección, control y vigilancia de manera que se puedan incluir o excluir de la vigilancia estatal aquellas que, en razón de la naturaleza o impacto de las operaciones y servicios, no tengan incidencia en la estabilidad del sistema financiero o requieran esquemas de supervisión más estrictos. Igualmente que el Gobierno Nacional pueda llevar bajo regulación y supervisión actividades realizadas por entidades no vigiladas que puedan afectar la estabilidad financiera. Esta propuesta, que ya se ha hecho en otros foros, va de la mano con recientes recomendaciones del BIS dado el desarrollo del “*shadow banking*” y de los avances tecnológicos que se vienen presentando a nivel global.
8. La propuesta de la MMC de crear un comité consultivo para el mercado de capitales ya tiene antecedentes como es el caso de los comités creados para debatir temas de educación financiera e inclusión financiera. De nuevo, es fundamental que si llegare a crearse dicho comité este no se vuelva una instancia adicional que dificulte la regulación y supervisión.
9. Tres temas adicionales que deberán analizarse y que no están incluidos en este capítulo:
  - ✓ El rol de las infraestructuras y en especial de la Bolsa de Valores de Colombia que en sus reglamentos de operación termina siendo “autoridades” del mercado de valores.
  - ✓ La importancia de insistir en la necesidad de darle una mayor protección legal al supervisor, más si como se propone por la MMC, se busca que inversionistas y administradores del mercado tengan una mayor responsabilidad y asuman mayor riesgo. No hay que olvidar decisiones controversiales por parte de la Contraloría

General de la República sobre los recursos pensionales que llevan justamente a que la administración de estos recursos se hagan corriendo poco riesgo.

- ✓ La necesidad de fortalecer la supervisión, vigilancia y control de las conductas que atenten contra los principios del mercado de valores.

## **ESTRUCTURA DE MERCADO**

10. La MMC realiza las siguientes propuestas sobre la estructura del mercado:

- ✓ Una reforma para que la intervención del Estado en el sistema financiero se ejerza respecto de las actividades del mercado de capitales y no de las entidades.
- ✓ Licenciamiento modular, entendido como la autorización de las “diferentes operaciones o servicios correspondientes a una o varias actividades objeto de intervención de uno o varios tipos de entidades siempre que los riesgos inherentes a unos y otros sean compatibles y coherentes con los parámetros patrimoniales, técnicos, prudenciales y de solvencia definidos en consideración de la naturaleza de sus operaciones.”
- ✓ Homogenizar los estándares profesionales aplicables a la actividad de intermediación de valores y administración y gestión de activos .
- ✓ Actividades similares regulación igual “ sin sesgos, asimetrías o barreras de entrada que perjudiquen la competencia.
- ✓ Mayor competencia entre los administradores de portafolios y reconocimiento de diversidad de agentes en el mercado.
- ✓ Clara diferenciación de las ofertas públicas y del que denominan Mercado Privado, conocido actualmente como Segundo mercado.
- ✓ Creación del Mercado Balcón para pequeñas y medianas empresas cuyas emisiones sean inferiores a 548.000 UVT siguiendo lo propuesto en el Plan Nacional de Desarrollo.
- ✓ Fortalecer la regulación sobre conflictos de interés.

11. Las propuestas de la MMC están dirigidas a responder las dificultades identificadas por diversos analistas y estudios sobre la poca profundidad y pocos emisores en el mercado de valores colombiano. En esta caso, la estrategia propuesta se fundamenta en diferenciar de manera muy precisa la oferta pública de la denominada oferta privada o segundo mercado, haciendo la primera de ellas muy estricta en su trámite y requerimientos de información, mientras que se flexibiliza la oferta privada. La propuesta es interesante y trae una descripción prolija de las características de los distintos mercados. Como dice el viejo adagio popular “ el diablo está en los detalles” y, por lo tanto, corresponderá a la URF y al SFC revisarlas cuidadosamente. Se advierte, sin embargo, que en el análisis es fundamental evitar que por fomentar el

segundo mercado se termine desestimando las ofertas públicas y, por lo tanto, el interés de inversionistas.

12. La propuesta de la MMC de regulación igual para actividades similares es pertinente porque en la actualidad hay diversas entidades financieras que realizan actividades similares en la intermediación de valores y la administración de portafolios. En estos casos debe evitarse regulaciones prudenciales distintas que lleven a arbitrajes regulatorios y dificulten la competencia.
13. La necesidad de una profesionalización del mercado reitera lo que la misma industria ha solicitado de tiempo atrás . Todas las propuestas en esta dirección son más que bienvenidas. Si como propone la MMC, los inversionistas deben asumir más riesgos, la profesionalización de los administradores se vuelve un punto crucial.
14. Igualmente son bienvenidas las propuestas de la MMC sobre la necesidad de fortalecer el manejo de conflictos de interés, tema fundamental en un sistema caracterizado por importantes conglomerados financieros.
15. Un comentario final sobre la propuesta de reforma de pasar el centro de la regulación financiero de entidades a actividades. La propuesta que ya fue acogida por la ley 964 de 2005 en lo que hace al mercado de valores debe analizarse cuidadosamente frente a las mejores prácticas internacionales de regulación que aún mantienen ese paradigma para bancos y seguros. Colombia no puede convertirse en un caso excepcional que dificulte el exitoso proceso de internacionalización y termine afectando el acceso de nuevos actores al mercado colombiano.

Muchas gracias.