

DOCUMENTO TÉCNICO

Modificaciones a normas del mercado de valores – Proyecto de Decreto “Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con la emisión de bonos por parte de los fondos de inversión colectiva en el mercado de valores, la internacionalización de las infraestructuras, el desarrollo del mercado de capitales y se dictan otras disposiciones”.

Ana María Prieto Ariza^a, Mariana Aya Guerrero^b, y Henry Alexander Guerrero^b

^aSubdirectora de Desarrollo de Mercados
^bAsesores

Resumen

El Gobierno nacional tiene dentro de sus objetivos de política la promoción del mercado de capitales, su profundización y desarrollo, en el entendido que este es un elemento necesario para un mayor crecimiento y bienestar social.

El presente documento técnico y su proyecto de decreto, contiene una serie de propuestas que buscan promover eficiencias en el mercado de capitales, fomentar el acceso de nuevos emisores a fuentes de fondeo alternativos, tales como la emisión de deuda por parte de los fondos de inversión colectiva cerrados, ampliar los productos de inversión al alcance de los diferentes tipos de inversionistas y el levantamiento de algunas prohibiciones las cuales pueden ser tratadas como conflictos de interés, y en esa medida ser gestionadas y reveladas al mercado.

1. INTRODUCCIÓN

El Documento de Política Pública para un mayor Desarrollo del Sistema Financiero emitido en el año 2020 por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público señala de manera particular la necesidad de que Colombia cuente con un mercado de capitales y un sistema financiero robusto y dinámico, acorde con el contexto de transformación digital y tecnológico, que sirva como motor de crecimiento económico y generador de bienestar social.

Así mismo, señala que en el marco de la emergencia ocasionada por la pandemia del COVID 19, el mercado de capitales y el sistema financiero son un aliado fundamental para articular esfuerzos que permitan contrarrestar los efectos económicos y reactivar la capacidad productiva de la sociedad.

Sin perjuicio de lo anterior, en el año 2019 se adelantó la Misión del Mercado de Capitales, la cual tuvo como objetivo realizar un diagnóstico del estado actual del mercado y elaborar recomendaciones para dinamizarlo.

Una de las bases utilizadas para la construcción del documento de política fue las conclusiones y recomendaciones de la Misión del Mercado de Capitales, donde se menciona que el mercado colombiano se encuentra rezagado en tamaño, profundidad, liquidez y acceso de nuevos participantes.

El informe de la Misión del Mercado de Capitales - 2019 menciona que: *“...la participación de nuevos inversionistas debe incrementarse, y el abanico de riesgos disponibles se debe extender. En Colombia tanto el lado de la oferta como el lado de la demanda es poco profundo. Se observan muy pocas emisiones, en un acotado universo de activos, y los demandantes son escasos. La oferta de instrumentos financieros se debe expandir. En este sentido, se debería buscar un entorno en el que todos los tipos de riesgos puedan ser atendidos por el mercado de capitales”*.

En este contexto de promoción de un mercado de capitales cada vez más eficiente, dinámico y profundo, con la participación de nuevos emisores y el mayor acceso a inversionistas de diferente tipo, el presente documento técnico y su correspondiente proyecto de decreto, establece una serie de modificaciones de temas puntuales buscando el cumplimiento de dichos objetivos.

En este sentido, se presentan una serie de propuestas buscando promover eficiencias en los mecanismos de financiamiento con los que cuentan los fondos de inversión colectiva cerrados apalancados, y en esta medida se autoriza su acceso como emisores de bonos en el mercado de capitales; esta propuesta termina impactando de manera directa la disponibilidad de productos en el mercado de valores y amplía las posibilidades de inversión por parte de los diferentes demandantes del mercado.

De la misma manera, la propuesta busca promover eficiencias y levantar algunas barreras regulatorias, por lo tanto se hacen modificaciones relacionadas con la

ampliación de los plazos de las operaciones del mercado monetario cuando la Cámara de Riesgo Central de Contraparte se interponga como contraparte directa y administre la compensación y liquidación de dichas operaciones, la posibilidad de invertir en proyectos de financiación colaborativa por parte de accionistas con participaciones inferiores al 5%; se aborda la posibilidad que las bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros commodities puedan compensar y liquidar operaciones que se hayan realizado en el mercado mostrador; se establecen normas que buscan facilitar la integración de infraestructuras en los avances relacionados con la Alianza Pacífico, se actualizan normas sobre usos de dispositivos móviles en mesas de dinero, así como en la certificación de operadores del mercado y por último, se aclara la numeración de unos artículos del Decreto 151 de 2021 sobre la información a revelar por parte de los emisores de valores, entre otras.

Así las cosas, el documento tiene cinco secciones, la primera contiene la presente introducción, a continuación, se presenta de manera breve un contexto del mercado, la tercera sección presenta los antecedentes, justificaciones y propuestas; una cuarta sección con los comentarios recibidos en el periodo de socialización y una última sección que desarrolla la bibliografía utilizada para este documento y su proyecto de decreto.

2. CONTEXTO DEL MERCADO

Dentro de las líneas de acciones definidas en el Documento de Política Pública para un mayor Desarrollo del Sistema Financiero, se encuentran aspectos relacionados con la profundización del mercado capitales, en temas particulares como la ampliación de la oferta de productos, mayor número de emisores con acceso a fuentes de fondeo alternativas, la expansión de la base de inversionistas y el desarrollo de nuevos productos acordes con los perfiles riesgo – retorno de los inversionistas.

En este contexto la propuesta permite abordar varios de estos temas al facultarse a los fondos de inversión cerrados a apalancarse mediante la emisión de deuda, con lo cual se amplían las posibilidades de inversión para los diferentes tipos de inversionistas.

Los Fondos de Inversión Colectiva en el país han tenido un comportamiento creciente en la última década, si se compara el número y los activos administrados en este tipo de vehículos, así como el número de inversionistas con participaciones, con lo cual se puede señalar que los FIC son un mecanismo importante para la profundización del ahorro y de la inversión en el mercado de capitales.

En la tabla 1 se presentan la evolución de los activos bajo administración en los fondos de inversión colectiva por tipo de sociedad administradora, con el fin de mostrar su dinámica en los últimos 15 años.

Tabla 1. AUM en FIC por tipo de sociedad administradora

Soc. Adm	2005	2010	2015	2018	2020
SF	12,6	23,6	42,6	71,7	76
SCB		4,7	13,3	24,5	33,3
SAI			0,5	1	0,9

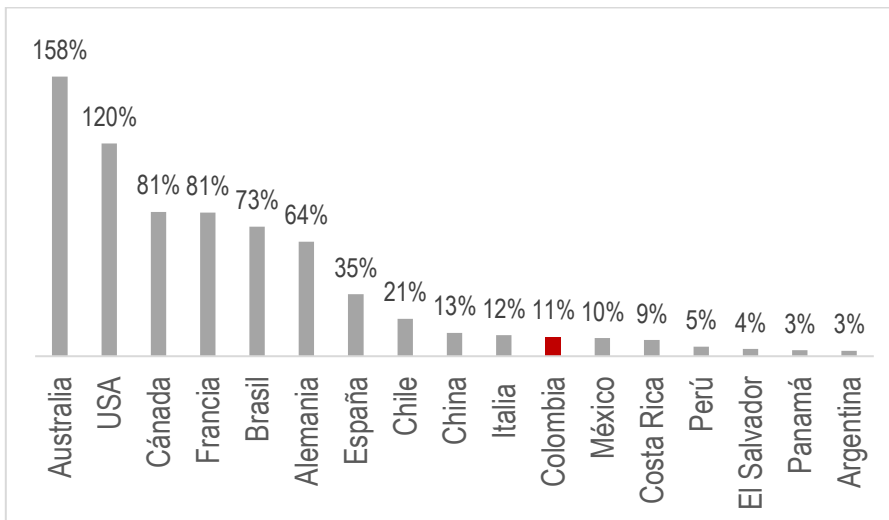
Fuente SFC.

Valores en billones de pesos.

Los FICs a diciembre de 2020 administran recursos por un valor superior a los 110 billones de pesos. Su dinámica de crecimiento permite concluir sobre su importancia en el mercado de capitales colombiano y su mayor participación dentro de las alternativas de inversión y como un mecanismo de levantamiento de recursos para el desarrollo de diferentes proyectos productivos.

Sin perjuicio del avance de este vehículo de inversión colectiva, la industria de los FICs en Colombia todavía es incipiente si se compara con otros países de la región y del mundo,

Gráfica 1. Profundización de vehículos de inversión colectiva 2020



Fuente: Valor de los vehículos de inversión colectivos EFAMA y PIB base de datos del BM.

Se observa que la industria de los fondos de inversión colectiva en Colombia tiene un potencial de desarrollo importante si se comparan con algunos de nuestros pares y de economías en desarrollo, y en este sentido promover un apalancamiento más eficiente de estos vehículos, habilitándoles a los autorizados legalmente, la entrada al canal desintermediado, mediante la emisión de deuda, puede terminar impactando de manera positiva dicha industria, a los proyectos financiados y a la economía local en general.

Adicional a lo anterior, la ampliación de los productos en el mercado tendrá un efecto positivo para los diferentes inversionistas, personas naturales y jurídicas, al tener más opciones de inversión acordes con sus perfiles de riesgo.

En cuanto a las operaciones del mercado monetario y de acuerdo con la información que se encuentra registrada en la página de internet del Banco de la República, en la actualidad priman las operaciones de corto plazo, repo a un día overnight y con plazos entre 1 y 14 días, realizadas por bancos comerciales, corporaciones financieras, compañías de financiamiento y entidades financieras especiales.

Sin perjuicio de lo anterior, se considera que la ampliación del plazo de las operaciones permitirá que los agentes del mercado tengan más alternativas de financiación y de acceso a liquidez, de acuerdo con los plazos y planes estratégicos de sus negocios, y teniendo riesgos acotados en la medida que las operaciones se desarrollen teniendo como participe a la cámara central de riesgo de contraparte.

3. TEMAS Y PROPUESTAS DE MODIFICACIONES.

En la presente sección se hará un breve análisis de las propuestas de modificación, la situación normativa vigente y las necesidades que dieron origen a las mismas:

3.1. FIC cerrados como emisores de bonos

Las normas vigentes en el Decreto 2555 de 2010, permiten que los fondos de inversión colectiva puedan adelantar operaciones de apalancamiento mediante la consecución de créditos para el desarrollo de sus políticas y objetivos de inversión.

La propuesta que se desarrolla en esta sección del documento busca ampliar las fuentes de apalancamiento con las que cuentan los fondos de inversión colectiva cerrados, permitiendo que estos, cumpliendo los requisitos generales, accedan al mercado desintermediado mediante la emisión de deuda, que será colocada mediante oferta pública, previa autorización de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Esta posibilidad de ser emisores de valores, les faculta para acceder a un nuevo canal de financiación con condiciones complementarias a las del mercado bancario, permitiendo tener un mejor calce en tasa y plazos - fondeo en corto, mediano y largo plazo - con lo cual se impacta de manera positiva al vehículo, a sus inversionistas al promover una mayor eficiencia en sus esquemas de financiamiento y de manera directa, al mercado de valores en el país, al ampliarse el número de emisores y que los inversionistas cuenten con mayores posibilidades de invertir y diversificar sus riesgos, dentro de un marco normativo homogéneo.

Un elemento adicional para considerar es el fortalecimiento del gobierno corporativo de los fondos de inversión colectiva por ser emisores de valores, en la medida que deben cumplir con requisitos generales para poder participar en el mercado de capitales.

Como se observa, la propuesta tiene un impacto importante para la profundización del mercado de capitales en el país, al ampliar la oferta de emisores en el mercado, y que más inversionistas, tanto retail, como profesionales e institucionales, puedan contar con una mayor cantidad de papeles acordes con sus niveles de preferencia al riesgo.

Para dar viabilidad a dicha fuente de fondeo, la propuesta amplía las operaciones que tienen naturaleza de apalancadas, así como que se señalan algunos puntos particulares para los fondos como emisores de deuda, relacionados con la duración de los mencionados papeles, la cual no puede ser superior a la duración del fondo. En cuanto al límite de apalancamiento, este sigue la regla general de las operaciones de apalancamiento – 100% del valor del patrimonio del vehículo, entre otras.

La propuesta también establece que el comité de inversión del fondo de inversión colectiva deberá autorizar cada emisión de bonos que vaya a realizar el fondo, con el fin de que se estudie y autorice la necesidad y viabilidad de que cada fondo realice una emisión de bonos en el mercado de valores.

En relación con los gastos a cargo del fondo de inversión colectiva, se establece que los originados por el registro en el RNVE y los intereses y demás rendimientos financieros provenientes de los instrumentos de deuda serán asumidos por el vehículo, al ser actividades propias de su objetivo económico.

Se establece que previo a la redención parcial o total de las participaciones, así como el pago por mayor valor de las unidades, el fondo de inversión colectiva debe contar con los recursos suficientes para honrar las obligaciones originadas en la emisión de bonos. Lo anterior es un mecanismo para priorizar el pago de las obligaciones externas (deuda) sobre las originadas en las participaciones del vehículo (equity).

De la misma manera, se hacen precisiones relacionadas con conflictos de interés de las sociedades administradoras, su matriz y subordinadas para la adquisición de los valores emitidos por los fondos, estableciendo un límite de concentración por emisión similar al establecido en otros vehículos. Lo anterior con el objetivo de mitigar riesgos, controlar potenciales conflictos de interés, tanto para la sociedad administradoras, como otros tenedores de bonos.

Por último, la posibilidad de emisiones de deuda por parte de los fondos de inversión cerrados deja a este vehículo en iguales condiciones que los fondos de capital privado, los cuales fueron autorizados a emitir deuda mediante el Decreto 1984 de 2018, el cual se encuentra incorporado en el Decreto 2555 de 2010. Este último vehículo que tiene una naturaleza jurídica similar, al ser cerrados y similitudes en esquemas y objetivos de financiación.

3.1.1. Experiencia internacional

Con el fin de conocer experiencias en otros mercados de la posibilidad que los fondos o vehículos de inversión colectiva puedan emitir participaciones y deuda, a continuación, se hace un breve resumen de la jurisprudencia:

México

En México, uno de los vehículos de inversión colectiva que ha tenido mayor desarrollo en los últimos años son los Fideicomisos de Inversión en Bienes Raíces (FIBRAS), los cuales tienen como objetivo recaudar recursos en bolsa para conformar portafolios de propiedades inmobiliarias¹.

Las condiciones generales para constituir FIBRAS se encuentran establecidas en los artículos 187 y 188 de la Ley del impuesto sobre la Renta, en los cuales se señalan los tipos de inversionistas, activos sujetos de inversión, condiciones de gobierno corporativo, y políticas de apalancamiento entre otras.

Las FIBRAS tienen autorizada la posibilidad de emitir deuda en el mercado de capitales mexicano y en los últimos años han sido importantes sus emisiones de bonos, principalmente en el segmento sostenible (verdes)², con lo cual han buscado financiar proyectos que tienen beneficios ambientales y climáticos, así como para pagar parte de su apalancamiento a través del canal bancario.

En este contexto, los vehículos de inversión colectiva en México, y en caso particular las FIBRAS, pueden apalancarse mediante canales tradicionales o acceder al mercado de capitales y levantar recursos mediante la emisión de deuda.

Chile

En Chile, los fondos de inversión pueden apalancarse mediante la emisión de equity o la emisión de bonos en el mercado de capitales.

De acuerdo con las estadísticas de la Comisión para el Mercado Financiero - CMF³, los fondos que van en mayor medida al mercado con emisiones de deuda son los inmobiliarios y sus objetivos principales son la sustitución de pasivos y el financiamiento de inversiones.

Adicional a las anteriores experiencias, en Estados Unidos los REITs (Real Estate Investment Trust), los cuales se clasifican dentro de los vehículos colectivos de inversión tiene la posibilidad de emitir bonos para desarrollar los objetivos establecidos en sus políticas de inversión.

Con la anterior experiencia internacional, se puede concluir que los vehículos de inversión colectiva tienen la posibilidad de fondearse mediante la emisión de participaciones, así como solicitar apalancamiento en los canales tradicionales y en el mercado de capitales, mediante la emisión de deuda, principalmente bonos.

¹ <https://amefibra.com/conoce-las-fibras/como-constituir-fibras-inmobiliarias/>

² <http://realestatemarket.com.mx/noticias/mercado-inmobiliario/33437-fibras-tienen-el-42-del-mercado-de-bonos-verdes>

³ <https://www.cmfchile.cl/portal/estadisticas/617/w3-propertyvalue-26192.html>

Lo anterior genera eficiencias al interior de los vehículos y profundiza la oferta de productos en el mercado de capitales, en este sentido se considera viable su adopción en la regulación financiera colombiana, con reglas claras sobre su constitución, emisión, conocimiento de los inversionistas, conflictos de interés, entre otras.

3.2. Plazo de las operaciones del mercado monetario

En Colombia, las operaciones del mercado monetario típicamente han tenido como objetivo la financiación de corto plazo por parte de inversionistas. Estas operaciones permiten convertir activos en instrumentos líquidos y con niveles de riesgo relativamente bajos.

Las operaciones del mercado monetario se clasifican en operaciones de reporto – repo, simultaneas y transferencias temporales de valores y los principales activos que se utilizan son títulos de deuda pública - TES, CDTs, bonos y papeles comerciales.

Actualmente las normas contenidas en el Decreto 2555 de 2010 establecen que el plazo de las operaciones del mercado monetario no podrá ser superiores a un año contado desde la celebración de estas.

Sin perjuicio de lo anterior, se ha revisado la experiencia internacional con el fin de determinar la existencia de estos plazos en otras jurisdicciones y si el levantamiento de este límite puede profundizar el uso de estos instrumentos como mecanismos de liquidez y financiación. Dicha posibilidad de tener plazos superiores al año se acota a las operaciones en las cuales se interpone una cámara central de riesgo de contraparte, con lo cual se mitigan los riesgos propios de la operación.

3.2.1. Experiencia internacional

Con el objetivo de conocer experiencia internacional sobre el plazo de las operaciones en el mercado monetario, se hizo una revisión de jurisprudencia en países de la región, en Estados Unidos, España entre otros, encontrándose lo siguiente:

País	Plazo
Estados Unidos	Sin plazo
Perú ⁴	1 año
España	Contrato marco sin plazo
Malasia	5 años

⁴ <https://www.bvl.com.pe/productos/inversionistas/operaciones-de-reporto>

Como se observa en la anterior tabla existe una diversidad de plazos para el desarrollo de las operaciones del mercado monetario. Estados Unidos, España y Malasia presentan plazos amplios para el desarrollo de este tipo de operaciones, con lo cual se promueve el uso del instrumento para fines de liquidez, pero también como un instrumento eficiente de fondeo en el corto y mediano plazo.

3.3. Bolsas de bienes y productos agropecuarios

La propuesta que se establece en esta sección del documento permite promover eficiencias y transparencia al mercado, en la medida que las operaciones realizadas en el mercado mostrador puedan ser compensadas y liquidadas a través de una bolsa de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros commodities. Esto podrá realizarse siempre las operaciones que se hayan registrados se realicen sobre productos que puedan ser transados en dichas bolsas.

Las anteriores condiciones y la posibilidad de compensar y liquidar estas operaciones en las bolsas de bienes y productos agropecuarios permiten generar eficiencias, transparencia y un mayor uso de la infraestructura establecida en los diferentes mercados.

3.4. Prohibiciones en la actividad de financiación colaborativa

Mediante el Decreto 1357 de 2018, el cual se encuentra incorporado en el Decreto 2555 de 2010, el Gobierno nacional reglamentó la actividad de financiación colaborativa (crowdfunding), con el objetivo de viabilizar el acceso a productos de financiamiento por parte de ciertos sectores de la economía que tienen necesidades particulares en este frente, tales como las pequeñas y medianas empresas (pymes) y establecer un marco regulatorio para el funcionamiento de las plataformas que desarrollan dicha actividad.

En este decreto, se establecen reglas sobre revelación de información, estándares operativos y de funcionamiento de la infraestructura que la actividad conlleva, los mecanismos de protección de receptores y aportantes de las financiaciones, así como reglas de prevención de lavado de activos y administración de conflictos de interés, entre otros.

Sobre las prohibiciones de las entidades que realizan la actividad de financiación colaborativa, en el artículo 2.41.2.1.3 de Decreto 2555 de 2010, se establece entre otras cosas que:

“Artículo 2.41.2.1.3 Prohibiciones. Las entidades que realicen la actividad de financiación colaborativa no podrán:

...

4. Otorgar préstamos, créditos o cualquier otro tipo de financiamiento a los aportantes o receptores, o actuar como aportante en los proyectos que se promuevan o financien a través de la misma entidad.

Las prohibiciones establecidas en el presente artículo serán extensivas a los accionistas, administradores y demás funcionarios de la entidad.”

De acuerdo con lo anterior, existe una prohibición expresa para que los accionistas, administradores y demás funcionarios de las plataformas puedan invertir en los proyectos que se promueven o financien a través de la plataforma.

La propuesta busca precisar esta norma cuando la actividad sea desarrollada por las bolsas de valores y los sistemas de negociación o registro de valores autorizados por la Superintendencia Financiera de Colombia, en estos eventos los accionistas que posean menos del 5% de la propiedad de las mencionadas entidades podrán actuar como aportantes en los proyectos que se promuevan o financien a través de estas plataformas. Lo anterior, debe estar acompañado de reglas claras sobre conflictos de interés, gestión de riesgos y administración de información, que se definan en los reglamentos de la infraestructura.

La URF considera que en un primer momento los inversionistas de las bolsas con una participación inferior al 5%, puedan ser aportantes de plataformas de financiación colaborativa, siendo un umbral más conservador que otros relacionados con límites por emisor o de tenencia de participación accionaria en una bolsa de valores.

3.5. Numeración del Decreto 151 de 2021 – Información relevante de emisores de valores

En el proyecto de decreto se está haciendo una claridad sobre dos artículos que cuentan actualmente con el mismo número, relacionados con la información relevante a cargo de los emisores de valores.

Así las cosas, el Artículo 5.2.4.2.3 hace relación al informe periódico trimestral que deben divulgar los emisores a través del Registro Nacional de Valores y Emisores; mientras que se renumera el artículo relacionado con la “revelación de la información” con el número 5.2.4.2.4, el cual establece la obligación de revelar la información periódica por los mecanismos propios de divulgación del mercado, de manera previa o concomitante con la publicación en otros canales del emisor.

3.6. Uso de tecnologías y trabajo remoto

En el último año y medio, fruto de la pandemia, el mercado de capitales en el país implementó cambios importantes en materia de uso de tecnologías, trabajo remoto, y continuidad de las operaciones, buscando que no se afectará la prestación de servicios y la realización de las diferentes actividades de los ciclos de negociación y post-negociación de operaciones.

Dichos cambios han generado retos importantes para los diferentes participantes del mercado, en la medida que los operadores de mercado deben cumplir con los deberes de trazabilidad de las operaciones y registro de la información con los nuevos instrumentos tecnológicos.

En este contexto, el uso de la tecnología ha tenido impactos importantes en las diferentes actividades del mercado de capitales y en esa medida, se hace necesario ajustar las reglas sobre trabajo remoto, y el cumplimiento de los deberes de trazabilidad y registro de información, así como el uso de teléfonos móviles, celulares, satelitales, radio teléfonos, beepers y cualquier otro dispositivo con fines diferentes a la grabación y registro de las operaciones, todo lo anterior sin perder de vista, la no exacerbación de riesgos conductuales por la flexibilización de dichas reglas⁵.

Por lo anterior, se propone derogar el literal c) del numeral 7.1 del artículo 5.3.2.1.1 del decreto 2555 de 2010 con el fin de eliminar una disposición que de cara a las nuevas tendencias tecnológicas y los desafíos de prestación de los servicios relacionados con la negociación en los mercados de valores resulta inocua, toda vez que el principal objetivo es garantizar la transparencia y la trazabilidad de las operaciones, lo cual se logra contando efectivamente con los medios idóneos para cumplir estos objetivos y el fortalecimiento de las políticas internas de las entidades.

3.7. Participación accionaria en bolsas de valores

El literal a) del artículo 2 de la Ley 27 de 1990, modificado por el artículo 54 de la ley 510 de 1999 establece que puede ser accionistas de las bolsas de valores cualquier persona natural o jurídica, salvo que las normas que rigen a dicha persona no se lo permitan. Y que en ningún caso un mismo beneficiario real podrá tener una participación superior al diez por ciento (10%) del capital suscrito de una bolsa. A su vez el literal c) del mismo artículo, determina que para efectos de lo dispuesto en el presente artículo se aplicará la definición de beneficiario real contenida en las normas que regulan el mercado público de valores.

Esta disposición tuvo como origen la estructura de propiedad mutualizada de las bolsas de valores, bajo la cual, se buscaba que ninguno de los accionistas pudiera ostentar una participación que pudiera impactar la estructura de control de las bolsas de valores, y por ende el equilibrio entre los principios de desarrollo y promoción del mercado, transparencia y confianza, frente a los intereses de sus accionistas. Hoy

⁵ De acuerdo con información del Autorregulador del Mercado de Valores AMV, en el periodo transcurrido desde la declaración de la Emergencia Económica, Social y Ecológica, derivada de la pandemia del Covid 19, no se han incrementado de manera atípica las denuncias y quejas de clientes del mercado de valores. En esta línea se ha mantenido como principal fuente de denuncias temas propios del mercado, tales como la volatilidad del mercado. No observan de manera particular quejas que se originen por la operación remota de las entidades y sus operadores.



en día, la tendencia internacional muestra procesos de integración corporativa, que permiten mejorar la eficiencia y competitividad del mercado local frente a mercados de valores más desarrollados o integrados.

La integración de los mercados de capitales a nivel regional es necesaria para promover su desarrollo, liquidez y profundidad, igualmente genera eficiencias y sinergias en diferentes frentes, como es el caso de los costos, y se da una apertura al desarrollo de nuevos productos. De igual forma, la visibilidad y atracción que producto de una integración se genera a nivel internacional, se suma a los efectos positivos que esta iniciativa trae para los agentes del mercado y, por supuesto, a los inversionistas.

Las integraciones entre bolsas de valores corresponden a una tendencia internacional, pues la identificación de beneficios y luego de procesos exhaustivos de implementación, que comprenden por demás modificaciones regulatorias, han llevado a que se consoliden mercados regionales, como es el caso de Euronext.

Con esta finalidad se propone adicionar un párrafo segundo al artículo 6.1.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010, con el fin de que, en caso de la integración de las bolsas de valores, la definición de beneficiario real que describe ese artículo pueda entenderse únicamente a nivel de la sociedad matriz resultante después de la integración. Permitiendo de esta manera que los procesos de integración regional de las bolsas de realicen de manera más eficiente.

Así mismo, con el fin de permitir que los establecimientos de crédito puedan participar como accionistas de las sociedades matrices resultantes de la integración de las bolsas de valores se propone introducir un artículo mediante el cual se autoriza la mencionada inversión. Esta norma se expide con base en las facultades que otorga el numeral 1 del artículo 110 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, el cual permite autorizar por medio de normas de carácter general la participación de los establecimientos de crédito en el capital de otras sociedades.

3.8. Normas sobre fondos de capital privado

Con el fin de eliminar arbitrajes regulatorios entre productos que deben ser regulados bajo condiciones similares, se revisaron las normas de emisión de bonos por parte de los fondos de capital privado y se ajustaron las disposiciones que resultaban diferentes a las normas que se están proponiendo para la emisión de bonos por parte de los fondos de inversión colectiva, y que podrían generar desventajas en la emisión de bonos por parte de dichos vehículos.

Así las cosas, se da claridad sobre la posibilidad que los FCP puedan emitir en el segundo mercado, los instrumentos para garantizar el pago del interés y el capital para los tenedores de bonos y las funciones de los diferentes órganos de administración e inversión del fondo, entre otras.

3.9. Esquema de renovación de certificación

En el país, las personas naturales que se deben inscribir en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores – RNPMV deben acreditar capacidad técnica y profesional ante un organismo certificador. Esta certificación comprenderá, por lo menos, la verificación de los antecedentes personales, y la aprobación y la vigencia del examen de idoneidad profesional.

La revisión de algunas experiencias internacionales, tales como Estados Unidos, Brasil y Reino Unido, muestra una evolución del esquema de renovación de las certificaciones, encaminado a que dicha idoneidad no se limite a un examen sino a un proceso más integral relacionado con educación continuada, que permita el fortalecimiento de los conocimientos, herramientas y las competencias de los diferentes agentes del mercado.

En este sentido se permite que los esquemas de renovación de certificaciones para operar en el mercado tengan componentes de educación continuada.

4. Comentarios recibidos del público

La Unidad de Regulación Financiera recibió comunicaciones con comentarios de 8 entidades.

4.1. Comentarios acogidos de las propuestas publicadas

Las principales sugerencias y propuestas de modificación que fueron acogidas sobre los artículos publicados son:

Comentario recibido	Ajuste propuesto
Sugieren revisar la aprobación previa por parte del RLTB a las redenciones parciales o totales de las participaciones o la distribución del mayor valor de las unidades.	Se ajusta mecanismo de protección de los bonistas. Previo a la redención, el FIC debe contar con los recursos para el pago de intereses y capital de los bonos.
Preguntan si los FIC puede emitir sus bonos en el segundo mercado y que reglas les aplicaran (RLTB, calificación, etc.)	Se incluye posibilidad de emisión en segundo mercado bajo las reglas propias de este segmento (No RLTB, entre otras).
Sugieren revisar la obligación que la asamblea de inversionistas tenga que aprobar el reglamento de emisión y colocación de bonos, toda vez que	Se ajustan funciones de la asamblea del FIC y de la Junta Directiva de la SA. <ul style="list-style-type: none"> • JD SA: Autoriza emitir bonos de manera general

representaría una dificultad operativa muy elevada al encontrar un alto número de inversionistas.	<ul style="list-style-type: none"> Comité de inversiones FIC: autorización específica de cada emisión (monto/momento)
Solicitan referir la norma al mercado mostrador y no al sistema de registro, con el fin de cobijar la compensación y liquidación a las diferentes operaciones de la bolsa y no solo las que son registradas.	Se acoge el comentario al aclarar que se podrán compensar y liquidar las operaciones celebradas en el mercado mostrador, siempre que sea sobre productos que se negocien en dichas bolsas.

4.2. Comentarios acogidos de temas nuevos

Algunas entidades realizaron propuestas de temas nuevos, dentro de los que fueron acogidos se destacan:

Comentario recibido	Ajuste propuesto
Se solicita revisar la prohibición de ingresar dispositivos móviles a la luz de las nuevas dinámicas de trabajo remoto y digitalización del mercado.	<ul style="list-style-type: none"> El estándar regulatorio en este punto se refiere a la trazabilidad de la asesoría y cierre de operaciones, no así frente a la prohibición del uso de dispositivos personales Ejemplo Reino Unido, Estados Unidos, Chile y Perú. Según AMV el trabajo remoto no ha exacerbado el riesgo conductual. Industria revela eficiencias operativas derivadas del teletrabajo y esquemas híbridos y el fortalecimiento de esquemas de control interno. <p>Por lo anterior se propone derogar el literal c) del numeral 7.1 del artículo 5.3.2.1.1.</p> <p><i>(Todo aquel que pretenda inscribirse como intermediario del mercado de valores deberá cumplir los siguientes requisitos:</i></p> <p><i>7.1. Mecanismos apropiados, seguros y eficientes que garanticen: (...)</i></p> <p><i>c) El cumplimiento efectivo de la prohibición conforme a la cual en las mesas de negociación no se podrán utilizar ningún tipo de teléfonos móviles, celulares, satelitales, radio teléfonos, beepers y cualquier otro mecanismo que sirva para el envío de mensajes de voz o de datos, que no permita su grabación o registro.)</i></p>

<p>La certificación de los profesionales comprende verificación de los antecedentes personales y aprobación y vigencia del examen de idoneidad profesional.</p> <p>La experiencia internacional (Estados Unidos, Brasil y Reino Unido), muestra una evolución del esquema de renovación para validar la idoneidad mediante un proceso integral de educación continuada que fortalezca los conocimientos.</p>	<p>Se propone permitir que las pruebas académicas para los exámenes de idoneidad de los profesionales del MV se puedan basar en herramientas de aprendizaje que promuevan la profesionalización, tales como la educación continua.</p>
<p>Permitir que en los procesos de integración el límite de participación del 10% como accionista en una Bolsa de Valores se contabilice respecto de la sociedad matriz resultante.</p>	<p>Con el fin de contribuir a la eficiencia en los procesos de integración regional de las bolsas, se propone adicionar el párrafo segundo al artículo 6.1.1.1.3, con el fin de que la definición de beneficiario real se pueda entender a nivel de la sociedad matriz resultante de los procesos de integración de las bolsas de valores.</p>
<p>Permitir que los establecimientos de crédito puedan participar como accionistas de las sociedades matrices resultantes de la integración de las bolsas de valores.</p>	<p>En desarrollo del numeral 1 del artículo 110 EOSF, se propone autorizar a los establecimientos de crédito a participar como accionistas de las sociedades matrices resultantes de los procesos de integración de las bolsas de valores.</p>

4.3. Comentarios no acogidos de las propuestas publicadas

No se acogieron comentarios sobre los siguientes temas de la propuesta:

Comentario recibido	Comentario URF
<p>Se sugiere evaluar que, dado que la posibilidad de emitir bonos genera una modificación al reglamento, que sucede por un cambio normativo, no debería dar lugar a la activación del derecho de retiro de los inversionistas (afectación de derechos económicos).</p>	<p>No se considera conveniente que vía decreto se limite un derecho de los inversionistas, ya que se afectan sus derechos económicos.</p>
<p>Para los Fondos de Inversión Colectiva Inmobiliarios se prevé la posibilidad de obtener créditos hasta por un monto</p>	<p>Se considera que en caso de emisión de bonos por parte de un FICI deberá aplicar la norma general de apalancamiento.</p>

<p>equivalente a dos veces el valor del patrimonio del fondo, mediante contratos de compraventa a plazo, mutuo, apertura de crédito o leasing, que podrán ser garantizados con los bienes inmuebles adquiridos. En todo caso, no resulta claro si este tipo de fondos podría acceder tanto a financiación a través de una emisión de bonos como a los créditos señalados anteriormente.</p>	<p>La norma especial de los FICIS para obtener créditos debe quedar en las mismas condiciones en que está, por lo cual no se incluye la emisión de bonos.</p>
<p>El requerimiento de pasar por cámara es válido para entidades constituidas en Colombia, pero sería de importante detrimento para las entidades constituidas fuera de Colombia que quieran prestar a las instituciones locales mediante operaciones del mercado monetario con plazos superiores al año.</p>	<p>No sé considera adecuado generar arbitrajes entre las operaciones celebradas por entidades locales e internacionales.</p>
<p>Se sugiere habilitar que los colaboradores de las bolsas y su plataforma de financiamiento colaborativo puedan invertir en proyectos.</p>	<p>Se mantiene la prohibición, no se considera conveniente su modificación</p>
<p>Ampliar límite de 5% a 10% de participación de accionistas de la bolsa que pueden actuar como aportantes en la plataforma de financiación colaborativa con el fin de ampliar la base inversora.</p>	<p>Se considera adecuado mantener el límite del 5%.</p>
<p>Que sea la URF o la SFC la encargada de definir las reglas para gestionar el conflicto de interés y no la entidad que desarrolla de financiación colaborativa.</p>	<p>La política para la administración de conflictos de interés se ha desarrollado al interior de las entidades.</p>

4.4. Comentarios no acogidos temas nuevo

Sobre propuestas nuevas, no se acogieron las siguientes:

Comentario recibido	Comentario URF
<p>Modificaciones al régimen de inversión de las AFP, levantando la prohibición de realizar repos y simultaneas en el OTC.</p>	<p>Se adelantará una revisión integral del régimen de inversiones de las AFP.</p>

Se sugiere contar con una concepción más amplia de lo noción de activo subyacente de los servicios, documentos de tradición o representativos de mercancías, títulos, valores, derechos, derivados y contratos que se transen a través de las bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros commodities.

Entendemos que la propuesta de la BMC está siendo viabilizada mediante una modificación de su Reglamento actualmente en estudio por parte de la SFC.

5. BIBLIOGRAFIA

- AMV. DOCUMENTO DE CONSULTA PÚBLICA No. 3 Uso de dispositivos móviles en mesas de negociación agosto de 2019
- Basel Committee on Banking Supervision. (2014). The standardised approach for measuring counterparty credit risk exposures.
- Comité de Supervisión Bancario de Basilea. (2017). Finalización de las reformas poscrisis
- Decreto 2555 de 2010
- <https://amefibra.com/conoce-las-fibras/como-constituir-fibras-inmobiliarias/>
- www.bvl.com.pe/productos/inversionistas/operaciones-de-reporte
- www.cmfchile.cl/portal/estadisticas/617/w3-propertyvalue-26192.html
- <http://realestatemarket.com.mx/noticias/mercado-inmobiliario/33437-fibras-tienen-el-42-del-mercado-de-bonos-verdes>