

**Desarrollo del Mercado de Capitales en Colombia**  
**Rompiendo el círculo vicioso**  
**Algunas reflexiones**

Rafael María Gonzalez Guillén

PRESIDENTE

Bogotá - Colombia

Febrero 23 de 2007

## **I. Círculo Vicioso: Demanda y Oferta**

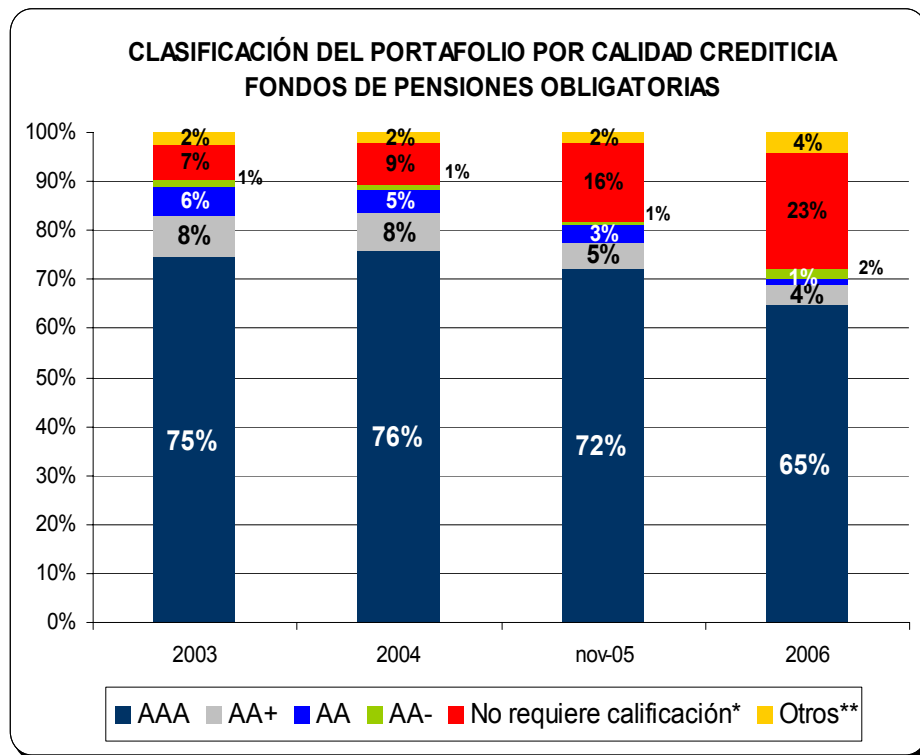
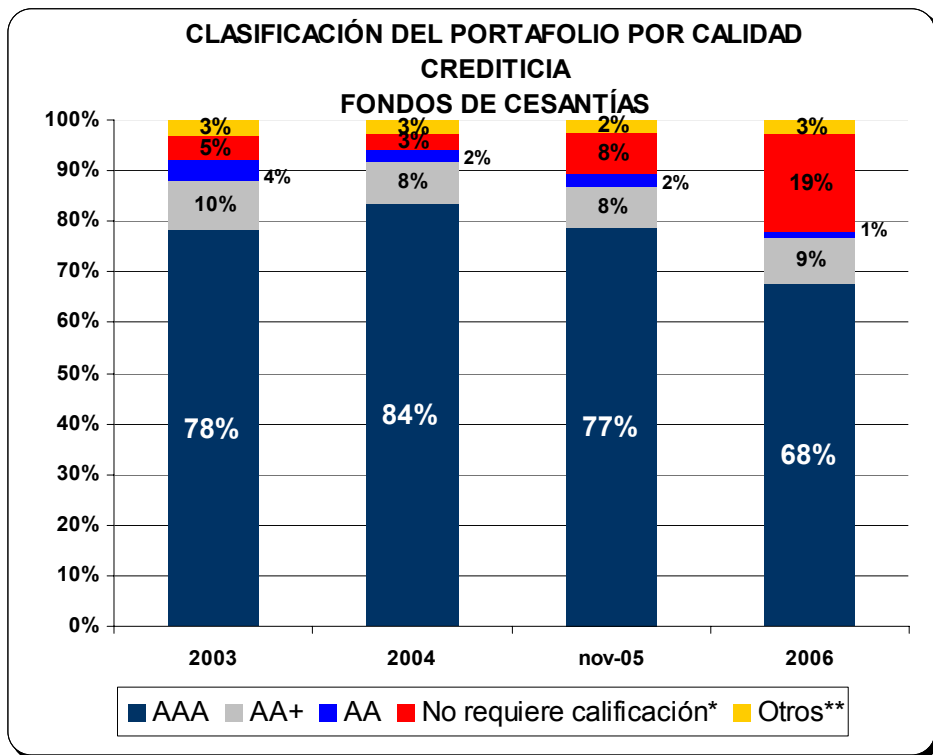
- **Demanda**
- **Oferta**

## **II. Propuestas**

## **III. Algunas Reflexiones**

- **Deuda Soberana Vs. Deuda Corporativa**
- **Mejores Prácticas en el Mercado de Capitales**
- **Papel de las Calificadoras y Mejores Prácticas de las Calificadoras.**

El mercado colombiano sólo mira con benevolencia las inversiones con la máxima calificación: AAA. Tolera hasta un AA+ y tal vez un AA.



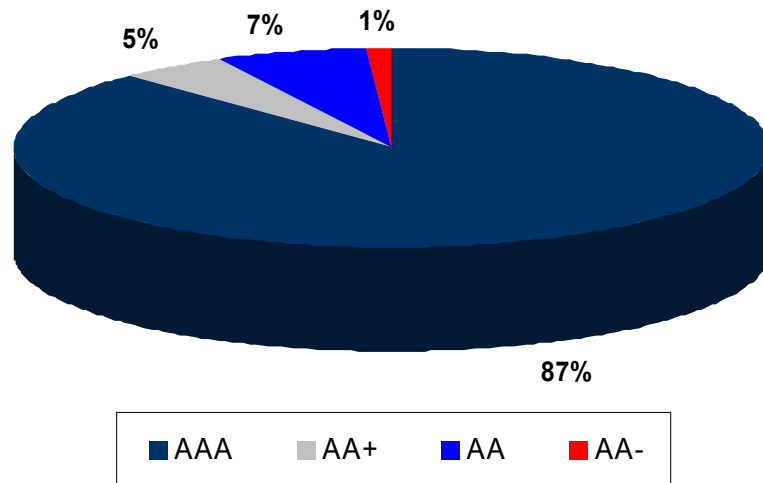
Fuente: Superintendencia Financiera

\* Inversiones en FCO, FCE, Fondos de valores, Fondos internacionales, Fondos Índice y Acciones

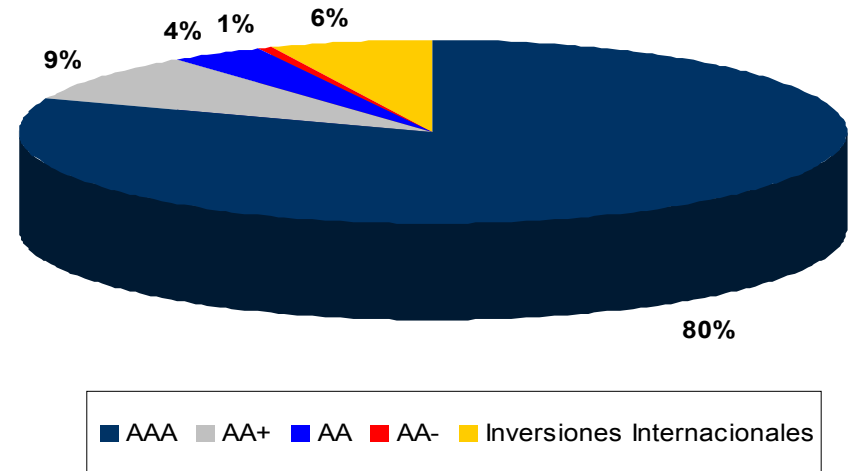
\*\* Fogafin, AA-, A+, BBB, BBB-, Títulos de emisores en liquidación

# FONDOS DE VALORES CON INVERSIÓN EN RENTA FIJA

CLASIFICACIÓN DEL PORTAFOLIO POR CALIDAD CREDITICIA  
FONDOS DE VALORES CON INVERSIONES EN RENTA FIJA\*  
2004



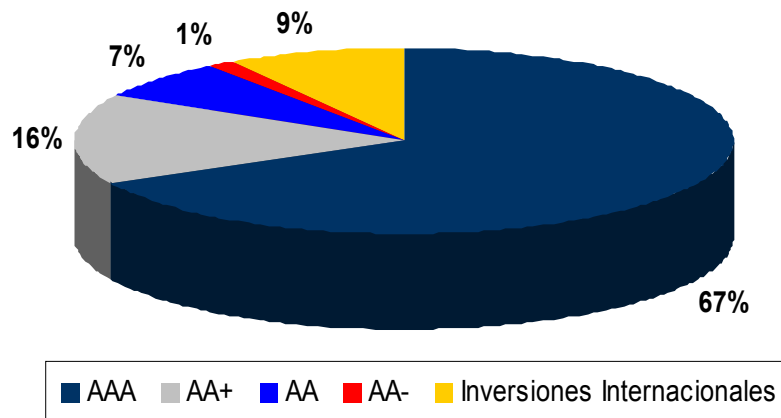
CLASIFICACIÓN DEL PORTAFOLIO POR CALIDAD CREDITICIA  
FONDOS DE VALORES CON INVERSIONES EN RENTA FIJA\*  
2006



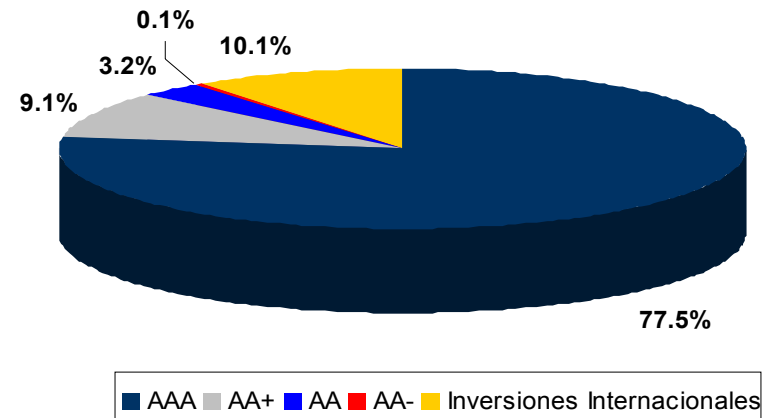
•Fondos calificados por BRC Investor Services S.A.

# FONDOS COMUNES ESPECIALES

CLASIFICACIÓN DEL PORTAFOLIO POR CALIDAD CREDITICIA  
 FONDOS COMUNES ESPECIALES\*  
 2004

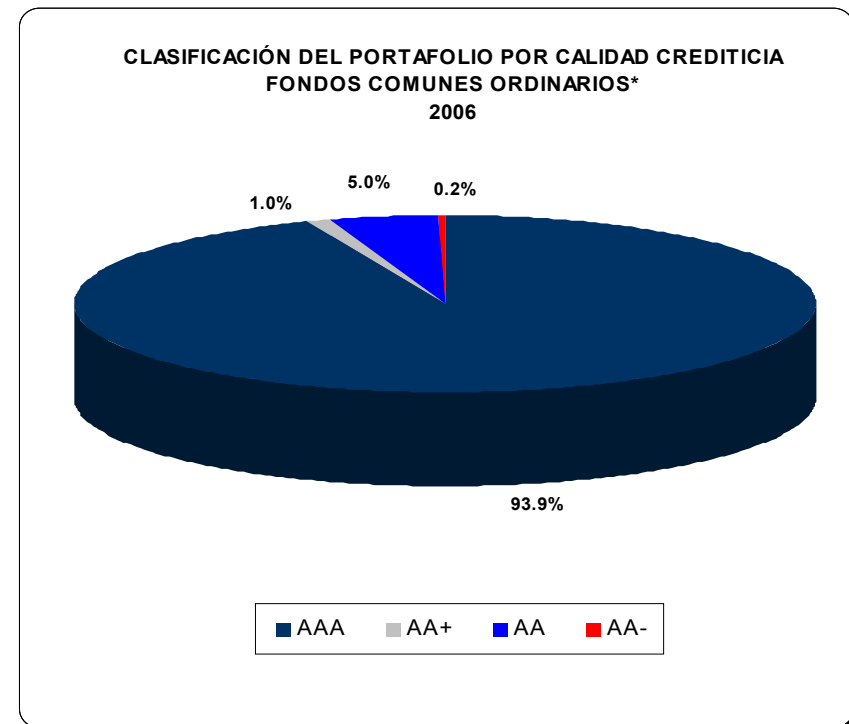
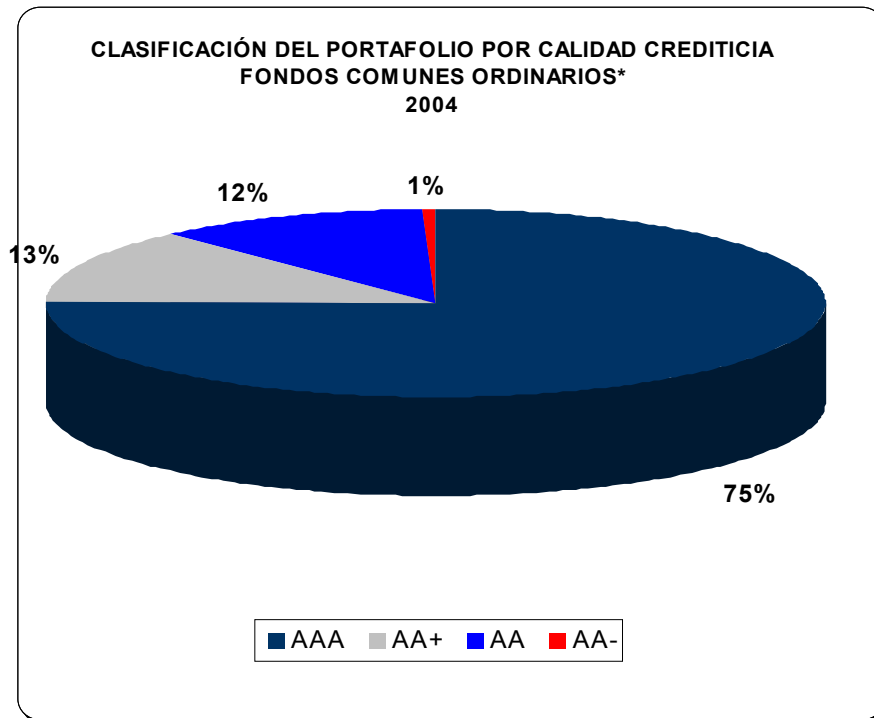


CLASIFICACIÓN DEL PORTAFOLIO POR CALIDAD CREDITICIA  
 FONDOS COMUNES ESPECIALES\*  
 2006



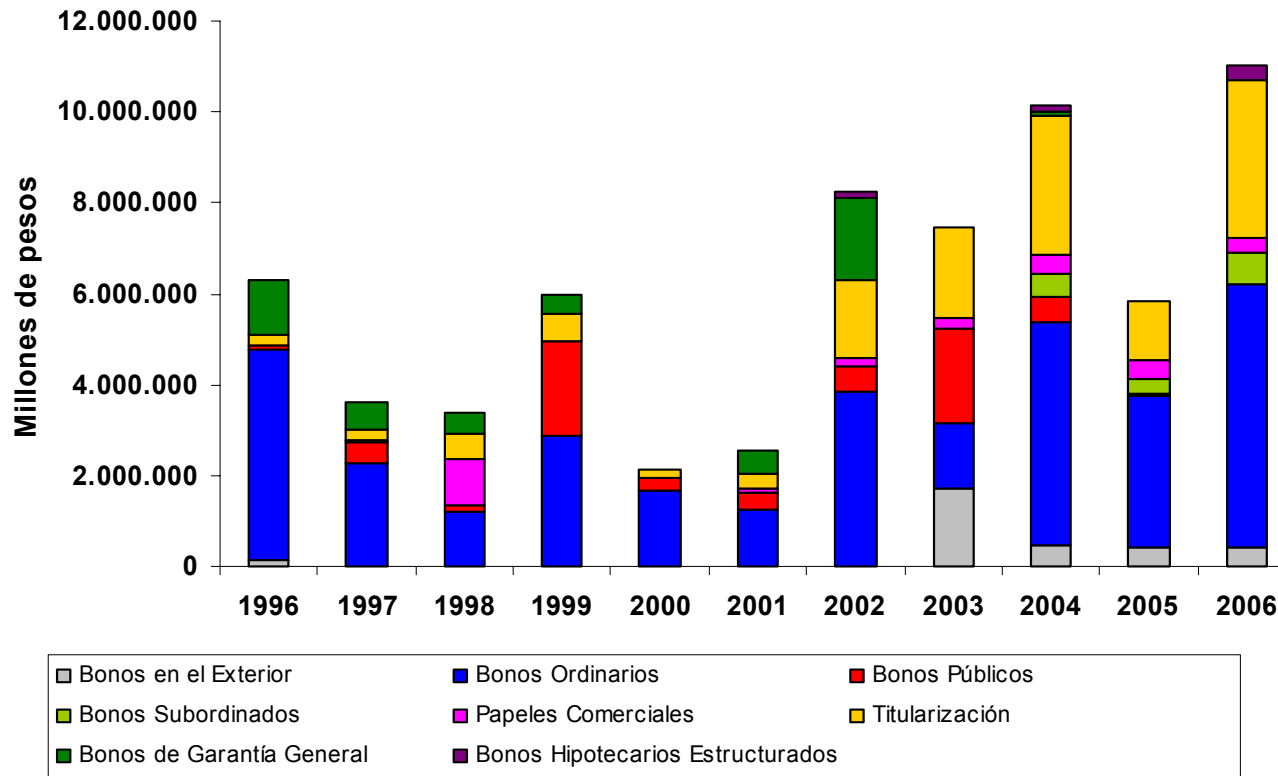
•Fondos calificados por BRC Investor Services S.A.

# FONDOS COMUNES ORDINARIOS



•Fondos calificados por BRC Investor Services S.A.

El crecimiento en el número de emisiones estructuradas refleja que los emisores se ven obligados a recurrir a estructuras y mecanismos diversos para ofrecer títulos de mejor riesgo crediticio incrementando sus costos, tiempo y haciendo más complejos los procesos de calificación.



\* Fuente: Ofertas públicas autorizadas en el Mercado Primario – Superintendencia Financiera

**Las empresas colombianas se pueden beneficiar de las finanzas estructuradas por las mismas razones que otras compañías en el mundo:**

- ✓ Menor costo de financiación.
- ✓ Diversificación de las fuentes de financiación.
- ✓ Mejor calce entre los activos y pasivos con mayor plazo en la financiación.
- ✓ En el caso de las titularizaciones se pueden manejar por fuera del balance de la empresa con una reducción en los requerimientos de capital regulatorio.

## ¿Por qué?

### Por el lado de la DEMANDA

- a. En el caso de las AFP la reglamentación de rentabilidades mínimas tiende a desestimular la toma de riesgos, homogenizar los portafolios y reducir la rentabilidad ofrecida a los afiliados.
  
- b. Comportamiento de **rebaño de los tesoreros**. La labor de los administradores de portafolio es juzgada tomando como referencia el comportamiento del mercado y no parámetros de referencia que refleje los propios estándares mínimos de cada entidad. Con esto, no se generan incentivos para diferenciar los fondos por su retorno para los inversionistas.

- c. El crecimiento de los pasivos de las AFP crece a tasas exponenciales.
- d. Ausencia de un mercado secundario líquido.
- e. Inexistencia de una **tasa de referencia** como el rendimiento de los papeles del Tesoro de Estados Unidos. No hay incentivos para diversificación del portafolio.

- f. Fondos de valores son commodities. Los fondos de valores y los fondos comunes ordinarios ofrecen los mismos portafolios. No hay incentivo para diversificar los riesgos.
  
- g. El portafolio de referencia es ineficiente, por cuanto ofrece una menor rentabilidad que un portafolio ‘sin restricciones’, que conserve la misma varianza en los retornos.

## h. Falta de prácticas de Gobierno Corporativo

- **Conductas contra la integridad del mercado:** aparentar ofertas o demandas de valores, información privilegiada, preacuerdos, manipulación de precios, etc.
- **Contra los clientes:** ejecución directa o indirecta entre la cartera propia de la sociedad y las carteras colectivas, fondos abiertos, conflicto de interés, prelación de ordenes, indebida asesoría, política de comisiones discriminatoria.
- **Prohibiciones de orden legal:** fallas en los procesos, grabaciones en las mesas de dinero, registro indebido de operaciones, etc.

## ¿Por qué?

### Por el lado de la OFERTA

- a. Títulos que se ofrecen están concentrados en Deuda Pública o AAA.
- b. Competencia de entidades bancarias con créditos sindicados.
- c. Falta transparencia y voluntad para compartir información por parte de emisores.

- d. Trámites de registro costosos y prolongados en el tiempo.
- e. Falta de seguimiento por parte del ente regulador a las Prácticas de Gobierno Corporativo.
- f. Omisión de información en los procesos de divulgaciones de calificaciones que dificultan el conocimiento del riesgo de los títulos que se ofrecen en el mercado.
- g. Aclarar temas regulatorios: ej: Aislar patrimonios del riesgo de quiebra de los originadores

## **I. Círculo Vicioso: Demanda y Oferta**

- **Demanda**
- **Oferta**

## **II. Propuestas**

## **III. Algunas Reflexiones**

- **Deuda Soberana Vs. Deuda Corporativa**
- **Mejores Prácticas en el Mercado de Capitales**
- **Papel de las Calificadoras y Mejores Prácticas de las Calificadoras.**

## **PROPUESTAS**

- Modificar los portafolios de referencia y las condiciones de rentabilidad mínima.
- Incrementar los requisitos para los administradores de portafolio, en particular, que se demuestre su capacidad de diversificar y administrar riesgo.
- Establecer banda de rentabilidad dentro de la cual fluctúen los rendimientos de los fondos.
- En Chile, las AFP ofrecen cinco subfondos obligatorios de pensiones que dependen del nivel de riesgo y de la edad del ahorrador.

- Establecer con claridad el riesgo asumido para una cartera en particular. Esto incluye además de **metas cuantitativas esperadas**, una especificación clara de políticas y de instrumentos para controlar el desempeño del fondo frente al logro de tal objetivo.
- Generar creadores de mercado para otros títulos de emisores privados.

- Patrocinar junto con la CAF, BID o la IFC la creación de fondos que adquieran títulos en grado medio de inversión, especulativo, o de menor liquidez.
- Diseñar algún mecanismo que permita que títulos diferentes a los “AAA” se puedan usar para repos.
- Creación de nuevos fondos concentrados en papeles de grado medio de inversión o aún en grado especulativo.
- Establecer para algunos inversionistas institucionales una canasta mínima con títulos valores calificados por debajo de AAA.

- Insistir en esquemas de autorregulación como mecanismo de supervisión por parte de las autoridades con máximo apoyo a la divulgación de información pública por parte de las calificadoras de riesgo, y a la transparencia y divulgación por parte de inversionistas y emisores.
- En vez de una reglamentación proteccionista (rentabilidades mínimas) promover una que estimule una mayor diversificación de riesgo.

## **I. Círculo Vicioso: Demanda y Oferta**

- **Demanda**
- **Oferta**

## **II. Propuestas**

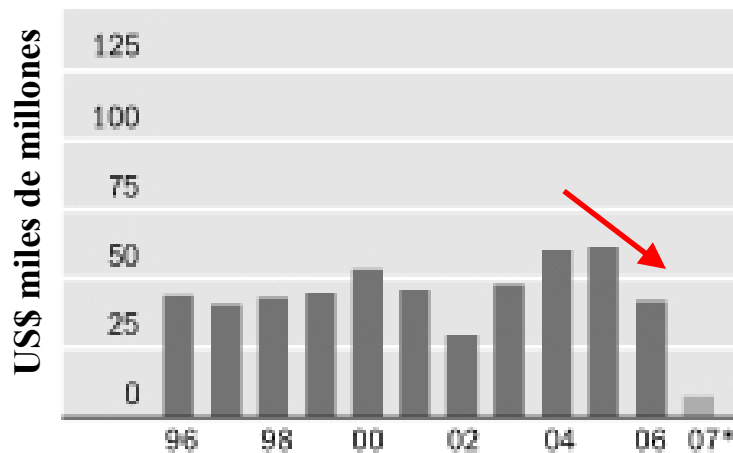
## **III. Algunas Reflexiones**

- **Deuda Soberana Vs. Deuda Corporativa**
- **Mejores Prácticas en el Mercado de Capitales**
- **Papel de las Calificadoras y Mejores Prácticas de las Calificadoras.**

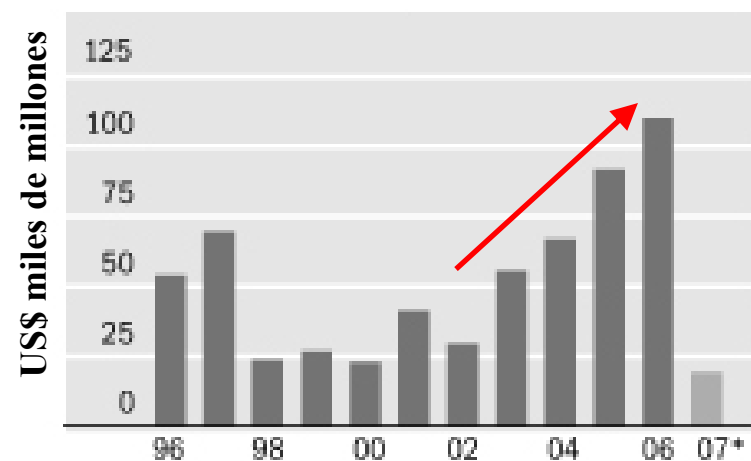
## Deuda Soberana vs. Deuda Corporativa

Una menor emisión de bonos gubernamentales de los países emergentes ha dado pie a más emisiones de deuda corporativa.  
**¿Aplicará esto a Colombia?**

### Emisión de bonos del gobierno



### Emisión de bonos corporativos



\* Hasta el 6 de febrero de 2007.

**Fuente:** Joanna Slater y Serena NG. "Los bonos de las empresas emergentes conquistan a los inversionistas extranjeros". Wall Street Journal Americas. 13 de febrero de 2007. Dealogic.

- El aumento de las emisiones de deuda corporativa forma parte de un gran cambio en los mercados de capital de los países en desarrollo.
- La emisión de bonos soberanos ha decaído a medida que los países emergentes sanean sus finanzas, reducen su endeudamiento y los bonos de las empresas emergentes empiezan a llenar el vacío.
- El año pasado, las compañías de mercados emergentes emitieron cerca de US\$ 110.000 millones en bonos nuevos en moneda extranjera, con un crecimiento de 20% frente al año anterior y más del doble de la deuda emitida en moneda extranjera por los gobiernos de esos países.

- Los bonos corporativos de mercados emergentes tienen un mayor rendimiento que los de sus pares en países desarrollados, aunque la diferencia se ha estrechado significativamente en los últimos años.
- Demanda de los inversionistas está permitiendo que empresas más pequeñas con negocios orientados al mercado interno también acudan a los mercados. Se destacan la urbanizadora mexicana Desarrolladora Homex SA y la firma de hipotecas mexicana Hipotecaria Su Casita SA.

- Según la calificadora de riesgo Standard & Poor's la tasa de cesación para los bonos chatarra de los mercados emergentes ha sido más baja que la misma tasa para EE.UU. y Europa en los últimos cuatro años.
- Sin embargo, aún hay riesgos. No hay un mercado activo de compradores y vendedores que absorba las oscilaciones de la demanda. Cualquier caída en el apetito de los inversionistas podría causar grandes cambios en el precio.

## **I. Círculo Vicioso: Oferta y Demanda**

- **Concentración en AAA**
- **Oferta**
- **Demanda**

## **II. Propuestas**

## **III. Algunas Reflexiones**

- **Deuda Soberana Vs. Deuda Corporativa**
- **Mejores Prácticas en el Mercado de Capitales**
- **Papel de las Calificadoras y Mejores Prácticas de las Calificadoras**

## Mejores prácticas sugieren mayor tipo de inversiones calificadas:

1. Implementar el sistema tradicional en los mercados internacionales del uso de dos calificaciones.
2. Promover otras actividades de calificación con el fin de brindarle al mercado mayor información, y darle al inversionista elementos de juicio adicionales para la toma de decisiones.
  - Entidades que reciben y administran recursos del público.
  - Exigir que los grupos económicos tengan doble calificación.
  - Para aquellas emisiones que ya se encuentran en el mercado, la obligación de divulgar todas las calificaciones.

3. Promover los pilares del ejercicio de calificación: Independencia, Comparaciones y aplicación rigurosa de las metodologías adoptadas.

Proyecto de Decreto por el cual se dictan disposiciones para el ejercicio de la actividad de calificación de riesgos que compromete la independencia

- Aprobación previa, por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia, de metodologías y procedimientos de calificación.
- Definición del contenido de documentos de calificación que sea reflejo de las metodologías utilizadas por las sociedades calificadoras.

#### 4. Incrementar transparencia en el mercado

- Propender por capacitación de los administradores de riesgo
- Para mejorar la capacidad de interpretar la información de las calificaciones promover una labor para educar a los inversionistas y a la prensa sobre calificaciones.
- Propender por capacitar al mercado en diferencias en el tipo y metodologías de calificaciones.

## **I. Círculo Vicioso: Oferta y Demanda**

- **Concentración en AAA**
- **Oferta**
- **Demanda**

## **II. Propuestas**

## **III. Algunas Reflexiones**

- **Deuda Soberana Vs. Deuda Corporativa**
- **Mejores Prácticas en el Mercado de Capitales**
- **Papel de las Calificadoras y Mejores Prácticas de las Calificadoras**

## ¿Cómo las calificadoras ayudan al desarrollo del mercado de capitales?

- Mediante la descripción de los procesos de calificación.
- Revisión periódica de las calificaciones.
- Comunicación oportuna de las calificaciones.
- Aplicación rigurosa de las metodologías de calificación.
- Conservar la confidencialidad de información privilegiada.

**Fuente:** ACRAA (Association of Credit Rating Agencies in Asia)

- Las agencias de calificación juegan un rol importante en tender un puente de información entre los emisores y los inversionistas, proporcionando una norma común para medir el riesgo crediticio y son claves en la función de monitoreo para los inversionistas.
  
- En los mercados emergentes, las agencias de calificación toman un rol adicional en promover el desarrollo de los mercados de bonos a través de las actividades de educación, información, publicación e investigación.

**Fuente:** ACRAA (Association of Credit Rating Agencies in Asia)

## Lista de Mejores Prácticas de las Calificadoras

### 1. De conocimiento público

- Los mayores accionistas de la agencia de calificación y se actualiza esta información con cambios importantes.
- El presidente de la agencia de calificación, los miembros de Junta Directiva y del Comité Técnico.
- El tipo y metodología de calificaciones.
- Especificación y descripción del proceso de calificación y los criterios utilizados.

2. Existencia de políticas para comunicar a tiempo las calificaciones.
3. Existencia de documentos definidos para otorgar, revisar y retirar las calificaciones.
4. Exposición en los documentos de todos los factores y elementos que se tienen en cuenta al publicar una calificación como riesgos del negocio, proyecciones, riesgos futuros.
5. Publicación de las emisiones que han entrado en default, y matrices de transición de calificaciones.

6. Publicación de problemas de calificación: falta de información, falta de rigor en procesos de calificación.
7. Reporte de uso de información de terceros como empresas de auditoria, banqueros de inversión, fideicomisos. No es papel de auditoria.
8. Información sobre procesos de apelación y de revisión de calificaciones.
9. Existencia y publicación de una política para las calificaciones de oficio o privadas, informando que tipo y limitantes de información se tiene.

10. Revelación de conflictos de interés.
11. Seguimiento estricto de retiro de calificaciones, teniendo en cuenta motivos: retiro, pago total de la deuda o emisiones que no salieron al mercado.
12. Se provee información a los entes reguladores de calificaciones no aceptadas.
13. Política de monitoreo continuo y definido de las calificaciones

14. Política de preservar la confidencialidad de información privilegiada.
15. Política de un código de ética de las agencias de calificación firmada por el staff de la calificadora.
16. Validez de las calificaciones hasta que es revisada o retirada una calificación.
17. Colaborar con los reguladores proporcionando información y asistencia cuando sea requerida.

**GRACIAS**