



Proyecto de Ley de Mercado de Valores: ALGUNAS CONSIDERACIONES

Una de las preocupaciones de los analistas económicos durante los últimos meses tiene que ver con los escasos avances de la agenda legislativa propuesta por el Gobierno Nacional. Si bien, la mayor parte de los proyectos tiene una clara incidencia en el desempeño de las finanzas públicas, y por ello generan mayor atención, hay un tema que ha pasado prácticamente desapercibido en nuestro medio: el proyecto de Ley Marco del Mercado de Valores.

El desarrollo del mercado de valores ha sido un tema de amplia discusión en Colombia. Durante los últimos 35 años se han elaborado numerosos diagnósticos, seminarios, misiones e innumerables propuestas para su implementación. La realidad es que los resultados concretos aún son exigüos.

Es claro que los mercados no se crean y mucho menos se desarrollan por la promulgación de una norma o la divulgación de un determinado estudio. Sin embargo, la experiencia internacional y el conocimiento que se ha acumulado en Colombia, muestra que uno de los pasos determinantes para su florecimiento tiene que ver con la existencia de un marco legal claro y coherente.

En términos generales, el proyecto de ley que actualmente cursa en el Congreso es una oportunidad para darle impulso a un mercado que tiene la responsabilidad de financiar los procesos de crecimiento económico que requiere nuestro país en el largo plazo.

¿Cuáles son las tendencias de sistema financiero?

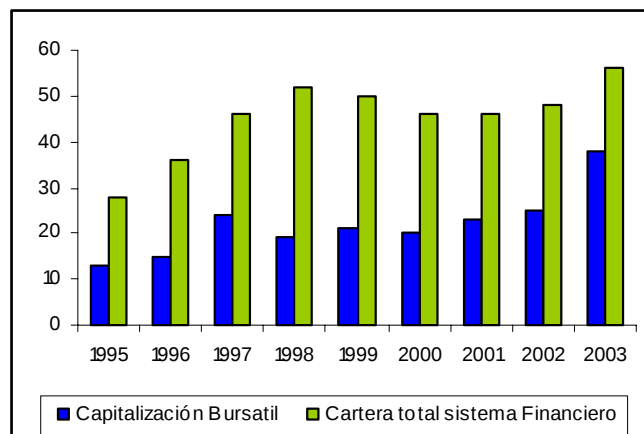
En el mundo moderno existen varias tendencias sobre el funcionamiento de los sistemas financieros. Por un lado, están los mercados donde los bancos son los actores principales (*bank-based*). En este modelo los intermediarios finan-

cieros captan ahorro, estiman el riesgo financiero de los agentes económicos, otorgan crédito e invierten en productos de portafolio financiero.

Por otro lado, están los mercados basados en instrumentos (*market-based*). En estos se promueve el desarrollo de opciones de ahorro y de financiación de proyectos que entreguen rentabilidad a los agentes involucrados. La información sobre los productos y sus respectivos emisores, sumada a la diversificación de opciones y una amplia movilización de ahorro son la clave de su éxito.

El primer caso es la experiencia de países como Alemania y el segundo corresponde a los Estados Unidos. Colombia se encuentra orientada al mercado de los intermediarios bancarios dada una larga tradición y unas condiciones particulares de nuestro entorno financiero. En efecto, las cifras muestran que en promedio, el financiamiento a través del mercado bursátil es menos de la mitad que el financiamiento a través del sistema bancario

Gráfico 1
Cartera Bancaria Vs Capitalización Bursátil



Fuente: Superintendencia de Valores, Superintendencia Bancaria

La existencia de los dos sistemas de ninguna manera quiere decir que éstos sean excluyentes. Por el contrario, tanto la teoría como la evidencia práctica han mostrado que es necesario que coexistan y se complementen, más aún si se trata de países pequeños y emergentes.

Al respecto vale la pena recordar que crisis bancarias como las sufridas en Asia, Colombia y Argentina tuvieron un mayor impacto en la economía dado el énfasis de dichos países en los mercados bancarios y la inexistencia de mercados de capitales maduros. Cuando Alan Greenspan presentó ante el senado estadounidense un diagnóstico sobre las crisis financieras de fines de los noventa, mencionó sobre el particular que ante el apretón crediticio y la quiebra de entidades financieras “Asia del Este no tenía ruedas de repuesto”.

¿Por qué es importante desarrollar el mercado de valores?

La literatura académica internacional ha venido aportando una variedad de evidencias sobre la relevancia que tiene el mercado de valores en una economía. Artículos académicos de diversas latitudes han probado la importancia que éste tiene tanto para el crecimiento de largo plazo, como para el nivel de ingreso per cápita de una nación.

Trabajos como el realizado por Levine, Loayza y Beck (2000)¹ encuentran por ejemplo, que la intermediación financiera es un determinante positivo del crecimiento del producto financiero. Levine y Zervos (1998)² concluyen que los países con una mayor orientación hacia el mercado de instrumentos financieros tienen gran impulso en el crecimiento del PIB en el largo plazo.

Es claro entonces que una nación que requiere mayores tasas de crecimiento económico, necesariamente debe contar con un sistema financiero más desarrollado y de mayor magnitud.

A países pequeños -como el nuestro- les urge tener sistemas de financiación, tanto bancarios como de aquellos basados en instrumentos.

Un ejemplo de esta situación lo constituyen los problemas relacionados con la financiación de las empresas. En una economía como la colombiana el debate tiende a centrarse en el terreno bancario. La opinión pública espera que este sector canalice recursos a todas las actividades y sectores que demandan crédito. Sin embargo, pocas veces se tiene en cuenta que el sector bancario local es relativamente pequeño, aún para el contexto latinoamericano.

Dadas estas condiciones estructurales, resulta muy complejo pensar que el sector bancario por sí sólo generará productos para una economía que tiene múltiples demandas de recursos frescos. Es en estas circunstancias que un mercado de capitales puede complementar la labor de canalizar ahorro, sistematizar la información más relevante y generar productos novedosos tanto para la gran empresa como para la llamada Mipyme.

En síntesis puede decirse que para una economía como la colombiana es fundamental contar con herramientas que enriquezcan el papel que juegan los productos crediticios actualmente ofrecidos por los intermediarios. En un contexto tal, las empresas nacientes podrían contar con productos de capital riesgo –que por su naturaleza un banco no puede ofrecer-, para apalancar su operación en un entorno de escasa información financiera y ausencia de garantías.

Por otro lado, las empresas de mayor tamaño tendrían un marco legal más claro y contundente que las incentive a inscribirse en bolsa, obtener financiación acorde con sus estados financieros y reducir sus costos financieros. Beneficios como estos harían perder el temor de compartir la propiedad de las empresas, al tiempo que incrementarían el ahorro financiero.

¿Qué dice el Proyecto de Ley?

En primera instancia hay que señalar que el Proyecto de Ley constituye una carta de navegación general sobre los principios que deben regir el mercado.

¹ Ross Levine, Norman Loayza, Thorsten Beck. “Financial Intermediation and Growth: causality and causes”. *Journal of Monetary Economics* 46(1) 29 august 2000.

² Ross Levine, Sara Zervos (1998). “Stock Markets, Banks, and Economic Growth,” *American Economic Review*, 88, June, pp.537-558.

En este orden de ideas el Gobierno Nacional presentó un texto que aglutina los principales temas que se deben desarrollar por parte de la regulación. En dicho sentido se subsana un inconveniente que durante los últimos años ha venido diagnosticando el propio Gobierno: el estado actual de la normatividad es “*disperso, desactualizado y confuso*”³.

Algunos contenidos destacables del proyecto son:

*** Intervención gubernamental en el mercado de valores**

El Gobierno Nacional contará con facultades para circunscribir y delimitar los alcances del mercado de valores. También, determinará la regulación aplicable a los agentes que transen en el mercado de valores en materia de patrimonio, riesgo y solvencia.

*** Protección de los derechos de los inversionistas.**

El proyecto busca establecer medidas de protección para los inversionistas, teniendo en cuenta que éste es uno de los principales factores que se evalúan para la toma de decisiones de inversión.

*** Promoción del desarrollo y la eficiencia del mercado.**

Se ordena la creación de incentivos para que nuevos participantes incursionen en las actividades propias del mercado de valores, la aparición de nuevas operaciones.

*** Prevención del riesgo sistémico**

Uno de los objetivos de la intervención gubernamental en el mercado de valores se encamina a la prevención del riesgo asociado a la iliquidez o insolvencia de alguno de los jugadores del sistema.

*** Sistema integral de información**

La información es el pilar fundamental de cualquier mercado de valores. Por esta razón se propone que el regulador aglutine y actualice información oportuna, veraz y confiable sobre títulos valores, agentes autorizados, emisores y profesionales del mercado.

*** Sistema de compensación y liquidación de operaciones**

El proyecto pretende que los sistemas de compensación y liquidación sean seguros y eficientes, que posean un adecuado diseño y una estructura institucional que ofrezca incentivos sólidos para una operación transparente. Esto genera mayor confianza en el mercado y menores riesgos operacionales.

Temas como los allí mencionados son acordes con los principios de regulación que recomienda IOSCO (*International organization for governmental securities commissions*) para los organismos de supervisión de los mercados de valores.

Sin embargo, no todo está dicho

Una mirada pragmática nos dice que la sola expedición de la Ley no será suficiente para desarrollar el mercado de valores tal y como lo requiere el país. Dadas esas condiciones la aprobación de la ley es tan sólo uno de los pasos que se requiere para dar lugar a la formación del mercado de valores.

Desde la Asociación Bancaria, queremos llamar la atención sobre algunos aspectos que, en nuestra opinión deben tenerse en cuenta a la hora de establecer las reglamentaciones que tengan lugar con el mencionado proyecto.

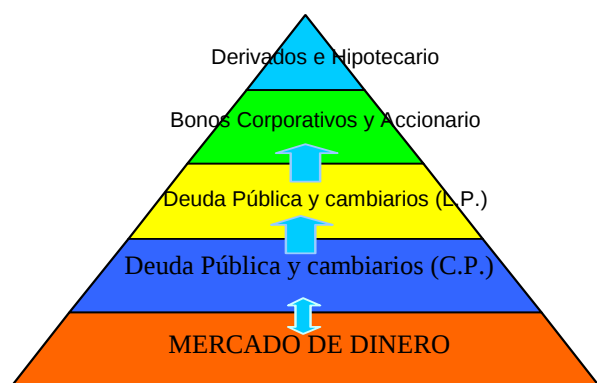
Varios académicos a nivel mundial recomiendan que el desarrollo de una norma rectora para el mercado de valores debe acompañarse de condiciones tales como: a) la estabilidad macroeconómica; b) el fortalecimiento del sistema bancario; c) regulación que promueva los principios de mercado; d) mejora de los factores institucionales de un país.

³ Foro sobre Ley Marco de Mercado de Valores. Exposición a cargo de Ministerio de Hacienda. Universidad Externado de Colombia. 22 y 23 de Octubre de 2003.

Con respecto al primer punto bastaría con decir que un entorno macroeconómico volátil y vulnerable mitiga el potencial de desarrollo de productos financieros de cualquier índole. Lo bueno para Colombia es que en los últimos años nuestras variables fundamentales han registrado un comportamiento más estable y predecible.

El sector bancario debe coexistir con un mercado de valores. Esto ocurre en razón a que se requiere de proveedores primarios de liquidez que soporten las operaciones. Sin un esquema de liquidez primaria sólida, los mercados de valores carecen de cimientos para su desarrollo. La teoría financiera muestra que los depósitos bancarios son la fuente de liquidez más importante de la economía y como tal son una herramienta de seguridad de última instancia para cualquier mercado de valores (esquema 1)

Esquema 1
Orden secuencial en el desarrollo de un mercado financiero



FUENTE: *The Future of Domestic Capital Markets in Developing Countries*. Brookings Institution Press, 2.003

De la misma manera, en una economía en la cual se han presentado crisis financieras es fundamental que existan agentes económicos especializados en el seguimiento del riesgo crediticio de las firmas. Esto genera seguridad y confianza en nuevos los inversionistas institucionales que hagan parte del mercado.

En el campo de la regulación es fundamental que se incentiven las prácticas de mercado, que la autoridad fortalezca su capacidad técnica y que prime el diálogo técnico a la hora de resolver los eventuales conflictos de la industria. Un mercado de valores sin revelación de información por parte de emisores y demandantes resultaría totalmente obsoleto.

Las variables institucionales: capítulo aparte

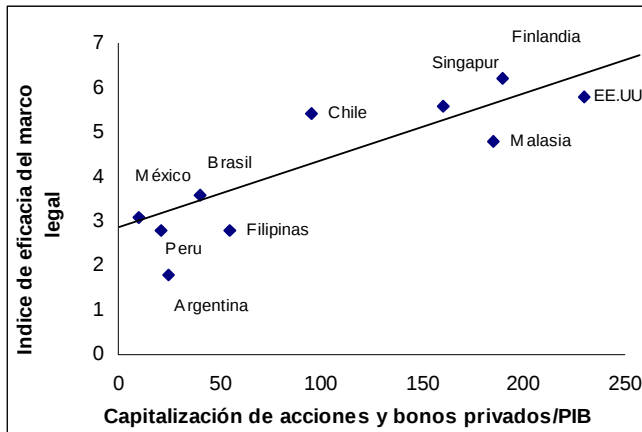
Sin duda el campo institucional requiere de importantes avances en nuestro medio. La evidencia de los países industrializados muestra que para desarrollar mercados de tan alta complejidad es fundamental tener sistemas legales estables en tiempo, un alto grado de eficiencia del sistema judicial y una probada independencia por parte de las autoridades supervisoras.

En todo ello el respeto por los derechos de propiedad de los inversionistas es un tema vital para generar confianza y seguridad de todos los actores involucrados. Cuando la propiedad no se respeta y el sistema legal está sujeto a bandazos coyunturales, la inversión se desincentiva por un largo período.

De acuerdo con la OECD y el Banco Mundial los países con mayor eficiencia judicial y mejor funcionamiento del sistema de justicia alcanzan mayores grados de capitalización en sus respectivos mercados de valores.

En esto las comparaciones internacionales son contundentes. De una muestra de 80 países en los cuales se relacionó la eficacia del sistema legal y la capitalización del mercado de valores, Colombia ocupó el puesto 51.

Gráfico 3
Eficiencia del marco legal y los mercados de capitales



Fuente: Foro Económico Mundial y Banco Mundial

Lo anterior es una clara muestra de que el desarrollo de un mercado de valores es una tarea integral de la política pública de largo plazo. La regulación y el marco legal, que es lo que actualmente está en discusión, es un engranaje más de todo un complejo sistema.

Colofón

Indudablemente, los beneficios de contar con un mercado de capitales desarrollado son visibles para una economía como la colombiana. En este aspecto debemos ser conscientes de que los resultados no se verán en el corto plazo. Por el contrario, su desarrollo y maduración son una tarea que implica continuidad en las políticas y compromisos de larga duración.

Pero estamos seguros de que los beneficios serán superiores. Diversificación en la oferta de productos de ahorro, alternativas de financiación para el sector empresarial, especialización de los mercados y en general mayor oferta de servicios financieros. Esto a su vez traerá como consecuencia unos mayores encadenamientos en el empresariado que repercuten en un mayor crecimiento de la economía.

El planteamiento es claro: para crecer más se requiere de un sistema financiero grande y diversificado, donde coexistan los mercados ba-

sados en instrumentos con los mercados basados en intermediarios financieros.

Esto de por sí ya plantea una situación que no tiene buen recibo en amplios sectores de nuestra sociedad. Sin embargo, la evidencia internacional y la academia han probado que dichos postulados tienen un asidero en la realidad.

Un elemento de primer orden en todo este proceso es, sin duda, contar con las herramientas y el marco legal adecuado que ofrezca a los agentes reglas claras del juego y un referente institucional acorde con las tendencias internacionales.