

DOCUMENTO TÉCNICO

Mecanismos de viabilización de oferta de valores

Mariana Aya, Martha Teresa Duran, Camila Gamba, Alexander Guerrero, Daniel Mendez, Diana Mesa^a

Ana María Prieto y Camilo Hernández^b

a. Asesores, b. Subdirectores Desarrollo de Mercado y Regulación Prudencial

Unidad de Regulación Financiera
Bogotá D.C., Colombia. Abril de 2020.

Resumen

En desarrollo de los objetivos estructurales, en los últimos años el Gobierno Nacional ha llevado a cabo diversas acciones específicas que lleven a que el mercado de capitales sea un escenario en donde las empresas en todas las etapas de desarrollo encuentren una fuente de financiación, en términos competitivos a la alternativa de crédito comercial propendiendo de manera simultánea por una mejora en la eficiencia del mercado agregado medido a través de variables como liquidez y profundidad.

A través de la regulación del mercado se ha propendido por flexibilizar los requisitos de ingreso y permanencia de los emisores y como ejemplo se pueden mencionar la creación del segundo mercado, la creación de prospectos tipo, la posibilidad de que las condiciones de la emisión sean acordadas con los demandantes potenciales y la posibilidad de prescindir del proceso de calificación de los títulos en el caso particular de que los inversionistas sean profesionales. Se destaca también la reglamentación en 2018 de la actividad de financiación colaborativa (*crowdfunding*).

Pese a los avances en este frente, el número de emisiones y de nuevos emisores en el mercado no ha sido el esperado. De conformidad con lo anterior, la Misión del Mercado de Capitales 2019 sugirió diferentes reformas que permitan desarrollar un marco regulatorio adecuado para generar un ambiente propicio para nutrir la curva de financiación con posibilidades para el empresariado colombiano en cada una de las etapas de crecimiento.

El presente documento analiza la evolución de las condiciones de emisión así como de estructuración de fondos de inversión colectiva y expone las modificaciones propuestas a su marco regulatorio, con el fin de generar un ambiente propicio para la diversificación de oportunidades de financiación para la totalidad del espectro empresarial en el mercado de capitales.

El presente estudio técnico fue aprobado por el Consejo de Directivo de la Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera – URF en sesión del 31 de marzo de 2020.

Contenido

1. Introducción
2. Emisiones de pequeñas y medianas empresas
3. Condiciones de emisión en el mercado de valores
4. Condiciones de participación en fondos de inversión colectiva
5. Límite por emisión para inversionistas institucionales
6. Condiciones para vinculación digital a productos del mercado de valores
7. Impacto esperado
8. Bibliografía

1. INTRODUCCIÓN

El Gobierno Nacional tiene dentro de sus objetivos estructurales contribuir al desarrollo del mercado de capitales, como un complemento natural del sistema financiero. Un mercado de capitales eficiente, profundo y desarrollado tiene una relación directa con el crecimiento económico, la inversión, el desarrollo de la economía y el emprendimiento, así como beneficia de manera natural a los distintos participantes del mercado mediante una ampliación de las oportunidades de inversión para los dueños de capital, y una ampliación de las oportunidades de consecución de recursos para los demandantes de capital, así como que permite la transferencia de riesgos entre los distintos agentes .

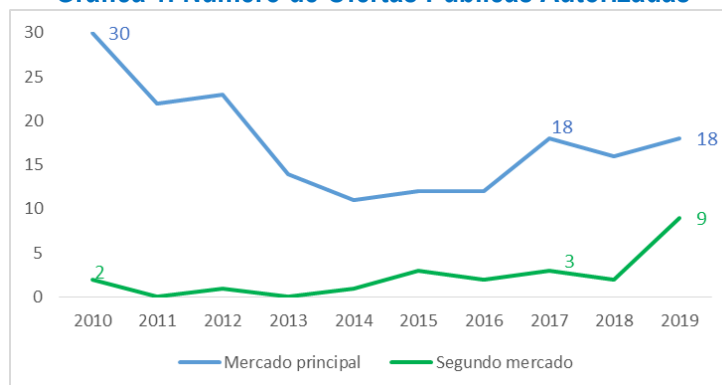
En virtud de lo anterior, en los últimos años el Gobierno Nacional ha venido utilizando diferentes instrumentos tendientes a promover el desarrollo del mercado, así como mejorar la liquidez y profundidad del mercado no intermediado.

En el ámbito regulatorio, se han expedido normas tendientes a buscar eficiencias, modernizar y desarrollar aspectos propios de la oferta, de la demanda y de la infraestructura del mercado; sin perjuicio de lo anterior, en el año 2019, se adelantó la Misión del Mercado de Capitales, la cual tenía como objetivo realizar un diagnóstico del estado actual del mercado y elaborar recomendaciones para dinamizar dicho mercado.

A pesar de las medidas que se han implementado, diferentes estudios de diagnóstico han concluido que el mercado de capitales en Colombia se encuentra rezagado en tamaño, profundidad, liquidez y acceso de nuevos participantes. En esta misma línea se pronunciaron los consejeros de la Misión del Mercado de Capitales, quienes en el documento final señalan 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”.

Sin perjuicio de lo anterior, en el año 2019 se observa un cambio de tendencia, en la medida que se autorizaron 27 ofertas públicas, en papeles tales como: bonos, titularizaciones, papeles comerciales y acciones, ofertas que se han colocado tanto en el mercado principal como en el segundo mercado.

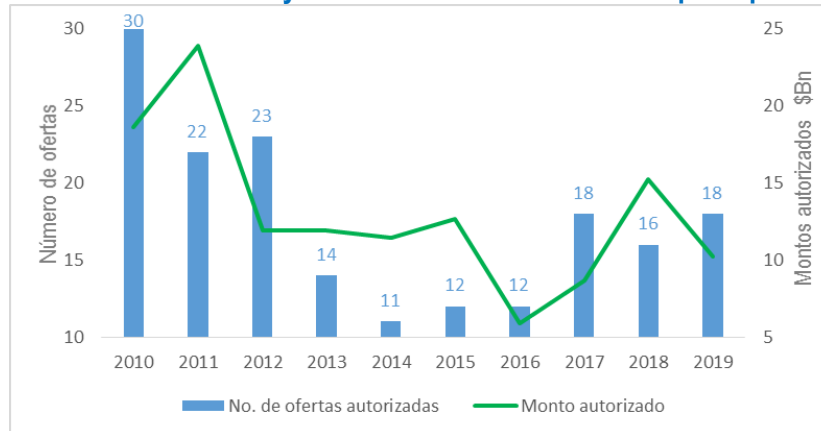
Gráfica 1. Número de Ofertas Públicas Autorizadas



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia - RNVE

En el mercado principal se autorizaron 18 ofertas públicas por un monto cercano a los diez billones de pesos, destacándose de manera principal la emisión de bonos ordinarios y de garantía, así como titularizaciones.

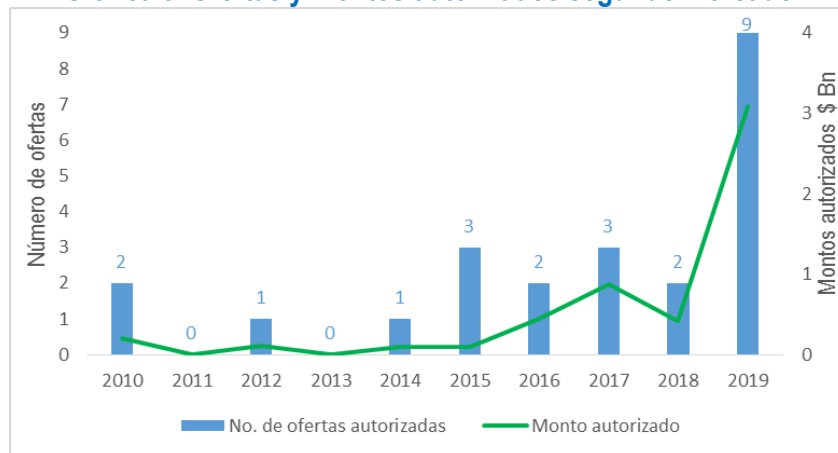
Gráfica 2. Ofertas y montos autorizados mercado principal



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia - RNVE

En el segundo mercado se observa un cambio de tendencia significativo, en la medida que en el último lustro no se pasaban de tres emisiones anuales, y en el año 2019 se alcanzaron nueve ofertas, de las cuales seis son bonos ordinarios y tres titularizaciones, por un monto cercano a los tres billones de pesos.

Gráfica 3. Ofertas y montos autorizados segundo mercado



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia - RNVE

De acuerdo a lo anterior, y sin perjuicio de los avances que se observaron en el año 2019, se considera necesario continuar implementando medidas para dinamizar la oferta y demanda de los mercados de capitales, en temas tales como la reglamentación del mercado balcón, ampliación de los programas de emisión y colocación, fortalecimiento de la figura de tenedores de bonos, normas relacionadas con información relevante, límites de inversión en emisiones por parte de los inversionistas institucionales, entre otros.

En las siguientes secciones, se presentará de manera general las iniciativas, con su motivación, revisión de experiencias internacionales y la propuesta de modificación al Decreto 2555 de 2010.

2. Emisiones de pequeñas y medianas empresas

De acuerdo a publicaciones realizadas por Banca de las Oportunidades, AFIN, SFC, entre otras, el mercado de financiación de las pequeñas y medianas empresas colombianas se caracteriza en la oferta, concentrada en crédito y especialmente de corto plazo para la financiación de capital de trabajo, por lo que no se cuenta con alternativas de mediano o largo plazo, y no se ofrecen mecanismos de endeudamiento de largo plazo como leasing o *renting*.

Del lado de la demanda se destaca que más del 60% de las mipymes no cuentan con acceso a financiación, lo que es explicado por autoexclusión del sistema financiero formal, una preferencia por fuentes formales no financieras o incluso por elección de financiamiento no formal. En particular, llama la atención el factor de autoexclusión que se atribuye en parte por exceso en trámites o costos, tiempo del estudio de crédito y la creencia de rechazo a la solicitud, de acuerdo a la gran encuesta Pyme 2019 de ANIF.

No obstante, la perdurabilidad de las empresas depende del acceso a recursos para su crecimiento y el segmento de las mipymes tiene una alta importancia para la política económica puesto que como ha establecido ACOPI, aporta el 40% del PIB, alrededor del 10% de las exportaciones y más de 15 millones de empleos de la economía local. No obstante, la alternativa de crédito bancario no permite apalancar el crecimiento de este segmento empresarial en el largo plazo y estas compañías hoy participan directamente de manera marginal en el mercado de capitales.

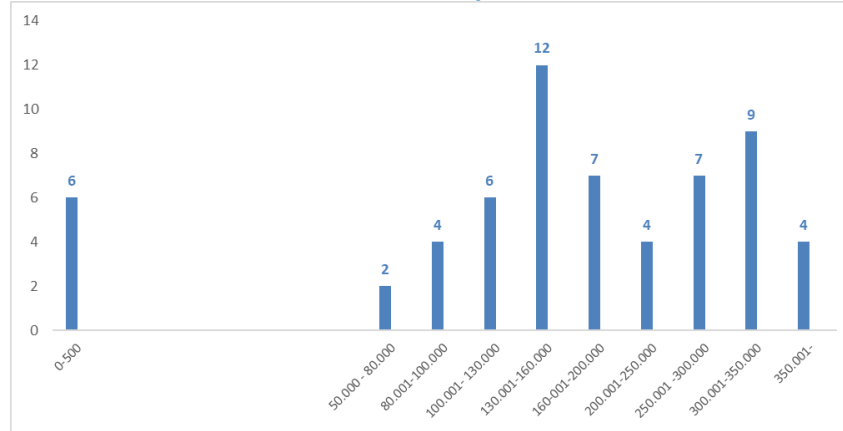
Entre las razones que explican la baja participación de las mipymes como emisores en el mercado de capitales se encuentran la demanda por emisiones de tamaños que superan ampliamente las necesidades de financiación del sector y los costos asociados al proceso de emisión de valores. En la primera dimensión, la demanda de emisiones de tamaños superiores a 80.000 – 100.000 millones de pesos, está determinada por el tamaño de los portafolios de los inversionistas institucionales y la baja participación de las personas naturales en el mercado público.

Previo a la expedición del Decreto 1357 de 2018, no existía un mecanismo en el mercado de valores colombiano en el cual las empresas pequeñas y medianas pudieran acceder a través de deuda o capital a recursos del segmento personas naturales en emisiones de tamaño inferior a 2.000 SMLV y a pesar de que hoy solo se cuenta con una plataforma de financiación colaborativa lanzada a finales desde 2019 por la Bolsa de Valores de Colombia, hoy cuentan con seis emisiones colocadas exitosamente. Las razones atribuidas a esta victoria temprana son: en primer lugar, que se habilita el instrumento a través del cual las compañías enfrentan un proceso de emisión diferente que hacen parte del mercado público de valores y de otro lado habilita la inversión de personas naturales en pequeños montos.

Actualmente el mercado público colombiano cuenta entonces con mecanismos de emisiones en dos segmentos distanciados, el primero establecido por la regulación de *crowdfunding* que establece un máximo de alrededor de \$ 9.000 millones y otro que como exige emisiones de \$50.000 millones, por

lo que se crea un vacío de mercado para las firmas con necesidades de financiación entre estos dos rangos.

Gráfica 4. Número de emisiones por rango de montos colocados 2019 – 2020 (feb)
Millones de pesos



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia - RNVE

2.1 Experiencia Internacional y comparación con el mercado local

Diversas experiencias e iniciativas se han adelantado para incluir a las pequeñas y medianas empresas en el mercado de capitales se ha abordado en países desarrollados como Estados Unidos y Alemania, pero también en economías similares en tamaño y oportunidades a la colombiana como Grecia, Tailandia e incluso en países de la región como Brasil, México y Perú.

El acercamiento a la vía del acceso de las pymes al mercado de capitales se ha abordado desde dos grandes alternativas, el mercado de deuda o capital. La elección depende en gran medida de los objetivos de política pública también de la evolución del mercado de valores intrínseco a cada uno de los países para los cuales se busca implementar las medidas.

Desde el punto de vista del mercado de renta fija se evidencian a su vez diferentes alternativas de acción que básicamente pueden ser dividirse en tres categorías, desglosadas a continuación:

- I. Participación indirecta a través del fortalecimiento de emisiones de los prestamistas tradicionales de pymes.

Usualmente es la primera etapa de financiación de pequeñas y medianas empresas a través del mercado de capitales, particularmente en aquellos mercados donde la demanda por títulos está concentrada en inversionistas institucionales que requieren por sus costos de análisis de las inversiones, volúmenes mínimos de emisión y requisitos de calificación.

Esta etapa se ha iniciado recientemente en Colombia mediante el mercado de deuda privada. De las diez entidades más importantes en el otorgamiento de microcrédito local, cuatro son emisores de

inscripción reciente en el mercado de valores, cuyas emisiones representaron el 1,8% del total colocado en 2019 por el sector financiero¹.

Lo anterior cubre los bancos que a cierre de 2018 concentraban el 70,9% de los desembolsos de los microcréditos², ya que el 10,2% son realizados por ONG y el 8% por cooperativas, entidades que no participan como emisores en el mercado de capitales y el restante por compañías de financiamiento comercial que en 2019 colocaron en el mercado bonos por el 0,8% de lo emitido por el sector financiero.

Como alternativa se encuentra la titularización de créditos otorgados a estos empresarios, instrumento que en países como España alcanzó a representar previo a la crisis € 80 Bn y más del 10% de las titularizaciones³. En Colombia, la oferta de esta clase de vehículos no ha sido exitosa por la alta inversión en la desmaterialización de los pagarés asociados a estos créditos, paso necesario para la emisión conjunta.

II. Emisiones directas de PyMes en el mercado de capitales

Esta categoría a su vez se divide en la posibilidad de crear un mercado particular para la emisión de títulos por parte de las pymes ya sea en el mercado público o generar mecanismos para el desarrollo de ofertas privadas, opciones que no necesariamente son excluyentes. Dentro de los países que han optado por la primera alternativa se encuentran: Perú, Italia, Alemania y China, entre otros. De otro lado, Brasil, México y Tailandia han elegido el segundo camino.

Según el reporte del Banco Mundial, FMI y la OECD publicado en 2015, sobre los instrumentos para movilizar recursos de los inversionistas institucionales hacia el financiamiento de pymes, en los casos en los que se crean mercados separados para la emisión de empresas de este segmento, éstos tienden a concentrarse en la oferta por las medianas empresas más grandes, formalizadas y más sólidas por lo que subsisten los vacíos de mercado de financiación para empresas de menor tamaño lo cual puede ser mitigado parcialmente bajo el mecanismo de oferta privada donde suele haber más diversidad en tamaño empresarial.

En contraste con las alternativas anteriormente presentadas, Colombia presenta avances en dos frentes: el primero con la creación y actualización del segundo mercado, medidas que pretendían darle un espacio a empresas de tamaño menor al de los emisores tradicionales del mercado principal con emisiones que según la regulación vigente, pueden ser inferiores a 2.000 SMLV. No obstante, estos emisores tradicionales tienen también una participación dominante en el segundo mercado y no se ha logrado la entrada de emisores que pudieran categorizarse como mediana empresa.

Lo anterior debido a que aunque las emisiones de segundo mercado pueden ser inferiores en tamaño a las del mercado principal, surten el proceso de oferta pública de valores, deben hacer parte del RNVE y contar con autorización de la SFC, lo que implica la participación de actores diferentes al del emisor, por ejemplo pero sin limitarse a: estructurador, colocador, banca de inversión, entre otros; lo

¹ Reporte de colocaciones SFC

² RIF 2018

³ SME securitisation in Europe – a short summary. Helmut Kraemer-Eis. European Investment Fund

cual eleva los costos de emisión y desincentiva la participación de potenciales emisores del mercado, máxime cuando la demanda está limitada hacia alternativas de volumen significativo.

De otro lado y teniendo en cuenta que en Colombia el financiamiento a través de *Crowdfunding*, se estructuró como una actividad del mercado de valores desde 2018 e inició operación en 2019 con la primera sociedad de financiación colaborativa a través de la emisión de títulos que hasta ahora se han concentrado en deuda acotada por monto hasta \$500 millones, es posible afirmar que el mercado local para emisiones de pymes es incipiente y creciente ya que en seis meses de operación cuenta con seis emisiones.

III. Soluciones Híbridas

A modo de evolución o complemento a las dos alternativas presentadas anteriormente, el Banco Mundial identifica en su reporte (2015) dos mecanismos que no solo necesitarían la existencia de un mercado de bonos sino el involucramiento de otros intermediarios.

- Bonos cubiertos, que serían emitidos por aquellas entidades líderes en cartera de microcrédito y contarían con la cobertura o garantía del flujo de caja generado por la cartera de la entidad en este segmento.
- Fondos de inversión o fondos de capital privado cuyo activo subyacente estuviese concentrado en deuda (bancaria o privada) PyMes.

En el mercado colombiano no se conocen procesos de estructuración iniciados de títulos de la primera categoría. Sin embargo, en el universo de fondos de inversión colectiva, hay una proporción menor al 1% de los recursos destinados a inversión de títulos de este tipo y en este caso son destinados a la operación de *factoring* y por tanto son recursos concentrados en plazos inferiores a 18 meses. En el portafolio de los fondos de capital privado, la proporción inversión en instrumentos de deuda, sobretodo de empresa mediana es también bajo, pero está destinada a plazos mayores.

Desde la perspectiva del mercado de renta variable las alternativas se concentran en la participación directa de emisiones de las PyMes en el mercado público, aunque es necesario destacar que la volatilidad asociada a estos instrumentos es mayor a los vehículos o títulos de renta fija. Si bien en la estructura normativa actual no existe impedimento alguno a dicha participación, las barreras naturales resultan ser las mismas que las identificadas para el mercado de renta fija, a saber, tiempos y costos del proceso. Por lo tanto, las alternativas planteadas se asemejan a las de esa problemática y se complementan de la siguiente forma:

- Lista especial de transacciones dentro de la bolsa actual.
- Mercado alistador, que tiene por objeto acuñar la cultura de gobierno corporativo y transparencia de información a las PyMes con el fin de alistar su futura salida a mercado alternativo o tradicional.
- Implementación de mercado social, con todas las estructuras de inversión en impacto como un mercado con riesgos y objetivos de financiación distintos al del mercado tradicional.

Sin embargo, dentro del marco normativo colombiano actual la implementación de estas alternativas está limitada por el marco de aplicación del régimen de oferta pública, los trámites de inscripción y autorización para emisión.

Ya en el mercado privado, para la financiación de instrumentos participativos el rol más relevante es el que desempeñan los fondos de capital privado que tienen inversiones en la cota inferior de alrededor de \$1.000 millones aunque se destaca que en este segmento las inversiones han tendido a concentrarse en compañías que tienen uso intensivo de tecnología por lo que no necesariamente a las pyme con productos o servicios tradicionales.

2.2 Propuesta normativa

Teniendo en cuenta el vacío que existe para emisiones que fluctúan entre los \$9.000 millones, del mercado de financiación colaborativa y \$50.000 millones en el segundo mercado bajo las condiciones recientes, y los incentivos que la experiencia de *crowdfunding* local ha evidenciado con el interés manifestado por pymes en acceder como emisores a un mercado no cobijado por el régimen de oferta pública y los procesos asociados a la autorización y registro de las emisiones del mercado público, se considera pertinente como instrumento para cerrar la brecha actual, modificar el monto máximo de la financiación colaborativa para que no pueda exceder 115.000 SMLV (alrededor de \$50.000 millones).

De manera acorde, se propone ampliar la inversión máxima realizada por un inversionista no calificado a máximo 38.000 SMLV que en todo caso estará limitada según las disposiciones del Libro 41 de la Parte 2 del Decreto 2555 del 2010 al 20% de lo que sea mayor entre los ingresos anuales o el patrimonio de dicho inversionista.

3. Condiciones de emisión en el mercado de valores

Con el fin de generar los elementos necesarios en el marco normativo para ampliar las oportunidades de financiamiento en el mercado de capitales y así mismo diversificar productos y vehículos de inversión para los agentes económicos se proponen a continuación actualizaciones sobre plazos de programas de emisión y colocación, modificaciones a los regímenes de prohibiciones y conflictos de interés para los representantes de tenedores de bonos, aplicabilidad del régimen de información relevante.

3.1 Programas de emisión y colocación

Una de las modalidades de registro de las ofertas públicas, corresponde a los programas de emisión y colocación, los cuales tienen como fundamento la existencia de un plan mediante el cual una misma entidad, estructura con cargo a un cupo global, la realización de varias emisiones, de uno o más valores, mediante oferta pública, durante un término establecido⁴. En otras palabras, en este mecanismo se autoriza a una entidad emisora, que cumpla determinadas condiciones, a emitir y colocar un cupo global de valores, quien lo podrá usar de manera discrecional durante el tiempo que esté vigente el programa, buscando salir en los momentos que lo considere oportuno, y con la posibilidad de aprovechar de manera más eficiente las oportunidades y condiciones del mercado⁵.

⁴ Decreto 2555 de 2010

⁵ Varón y Abella. Régimen del Mercado de Valores Tomo II

En virtud de lo anterior, los programas de emisión y colocación generan eficiencias financieras y económicas para la entidad emisora, en la medida que les otorga flexibilidad para salir en determinados momentos al mercado, obteniendo recursos a menores costos y en ventanas específicas de tiempo en los que requieran recursos. La posibilidad de contar con un mayor plazo para la realización del programa puede generar mayores eficiencias y reducir trámites ante las entidades respectivas.

3.1.1 Experiencia internacional

En diferentes jurisdicciones se desarrollan esquemas similares a los programas de emisión y colocación del país, a continuación se presentan los casos de Perú, México, Chile y Estados Unidos.

- **Perú**

La actual Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), anteriormente conocida como CONASEV (Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores), ha emitido un “Reglamento de oferta pública primaria y de venta de valores mobiliarios”, en el cual ha establecido la posibilidad de desarrollar programas de emisión de valores y su periodicidad, en los siguientes términos:

“14.1. Definición

Es el trámite bajo el cual un emisor que pretende realizar una o más ofertas públicas primarias o de venta en un determinado período bajo un programa de emisión de valores, inscribe éste y registra el respectivo prospecto marco para la inscripción de valores y el posterior o simultáneo registro de los complementos del prospecto marco de las emisiones a realizarse en el marco de ese programa.

...

14.2.3. Plazo de vigencia de la inscripción de un programa en el Registro:

La inscripción del programa en el Registro tendrá una vigencia de seis (6) años, plazo durante el cual podrá realizarse una o más emisiones de valores. El vencimiento del plazo no enerva el cumplimiento de las obligaciones del emisor con respecto a los valores que permanezcan inscritos en el Registro ni afecta a los valores efectivamente colocados cuyo plazo de vencimiento aún esté vigente.

Transcurridos tres (3) años de la vigencia de la inscripción del programa, el emisor necesariamente deberá presentar un prospecto marco actualizado que consolide todas las variaciones efectuadas a éste, el cual deberá ser remitido dentro de los treinta (30) días calendario siguiente. ...” (Subrayado extratextual)⁶

Perú permite el desarrollo de programas de emisión de valores y su vigencia, abarca seis años contados a partir de la inscripción del programa.

⁶ http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=RC_0141199800000&CTEXTO=

- **México**

Para el caso de México, la Ley del Mercado de Valores y las normas de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores han desarrollado la modalidad de programas de colocación, tipificando las condiciones y el plazo para el desarrollo del instrumento.

“Artículo 13.- Las emisoras podrán solicitar a la Comisión la inscripción preventiva de valores en el Registro, bajo la modalidad de programa de colocación, con el objeto de contar con la posibilidad de emitir y colocar distintas clases de valores, en forma sucesiva durante un plazo y por un monto determinado, con o sin revolvencia, siempre que se ajusten a lo previsto en este artículo.

...

El plazo del programa podrá ser hasta de cinco años. En todo caso, las emisoras en la emisión y colocación de sus valores, deberán ajustarse a las disposiciones que resulten aplicables en la fecha de la emisión.

...

En el evento de que la emisora no realice la primera colocación de cualquiera de los valores inscritos al amparo del programa correspondiente, en un plazo improrrogable de 2 años contados a partir de la fecha en que se otorgue la inscripción preventiva de los valores, dicha inscripción quedará sin efectos.”⁷

De acuerdo a lo anterior, en esta jurisdicción se permite del desarrollo de este instrumento, el cual tendrá una vigencia de cinco (5) años.

- **Chile**

La ley del mercado de valores de Chile, establece en su artículo 131, la posibilidad de crear líneas de títulos de deuda, así como las condiciones para su desarrollo y su duración máxima.

“La emisión de los instrumentos que regula el presente artículo podrá ser efectuada mediante títulos de deuda de montos fijos o por líneas de títulos de deuda, con tasas de interés, reajustabilidad y plazos de vencimiento, según las normas de carácter general que dicte la Superintendencia.

Se entenderá que la emisión de estos instrumentos es por línea de títulos de deuda cuando las colocaciones individuales vigentes no superen el monto total de la línea inscrita en la Superintendencia. El plazo de vencimiento de las emisiones de efectos de comercio de una línea no podrá ser superior a aquél referido en el inciso primero de este artículo. En todo caso, las líneas de títulos de deuda podrán tener una vigencia de hasta diez años contados desde su inscripción en el Registro de Valores.

⁷<https://www.cnbv.gob.mx/Normatividad/Disposiciones%20de%20car%C3%A1cter%20general%20aplicables%20a%20las%20emisoras%20de%20valores.pdf>

Las características de la emisión, sea mediante títulos de deuda de montos fijos o por líneas de títulos de deuda, deberán constar en escritura pública suscrita por el representante de la entidad emisora. Si la emisión fuere por líneas de títulos de deuda, las características específicas de cada colocación deberán también constar en escritura pública, suscrita en la forma antedicha.”⁸

En el caso chileno, la duración máxima de las líneas de títulos de deuda es de diez años contados a partir de la inscripción en el Registro de Valores.

- **Estados Unidos**

Antes del año 1982, el proceso de autorización de ofertas públicas de valores en el mercado de Estados Unidos, exigía el cumplimiento de una serie de procesos y procedimientos importantes que lo hacía bastante demorado, y que impedía que los emisores accedieran de forma rápida al mercado con el objetivo de acceder a oportunidades de financiación atractivas.

Como respuesta a lo mencionado anteriormente, se promulgó la Regla 415, la cual dispone que los emisores pueden registrar valores para ser ofrecidos en forma continua o discontinua en el futuro, siempre y cuando la oferta total se haga dentro de los dos años siguientes al registro inicial y el emisor cumpla una serie de características relacionadas con montos y frecuencias de emisión⁹.

Esta regla 415, se conoce de forma natural como Shelf Registration Rule, permite el establecimiento de programas de emisión, fija condiciones para su implementación y establece como plazo para su desarrollo dos (2) años.

3.1.2 Propuesta normativa

La propuesta de modificación, tiene como objetivo ampliar el plazo en virtud del cual se pueden ofrecer de manera pública las emisiones de valores que hagan parte de un programa de emisión y colocación, pasando de 3 a 5 años, con el objetivo de hacer más eficiente este mecanismo de oferta, buscando acercarlo a estándares internacionales, de manera particular a los plazos de nuestros pares de la región, así como, reducir trámites para el desarrollo de ofertas públicas de emisores que cumplan con las condiciones establecidas en el artículo 6.3.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010.

3.2. Representante de tenedores de bonos

En Colombia la figura del representante de tenedores de Bonos se ha definido en los Decretos 1984 de 1983, 1026 de 1990 y en la Resolución 400 de 1995, que posteriormente fue incluida en el Decreto 2555 de 2010, dicho representante tiene como objetivo principal brindar una herramienta adicional de protección a los inversionistas, en el entendido que realiza actos para la protección de los intereses de todos los tenedores de valores.

⁸ http://www.cmfchile.cl/portal/principal/605/articles-806_doc_pdf.pdf

⁹ IntroduccionALaRegulacionDeValoresEnEstadosUnidos-3627233.pdf

Las normas que se establecieron en la Resolución 400 de 1995 fueron incorporadas en el Decreto 2555 de 2010 y en su artículo 6.4.1.1.9 establece las funciones del representante en los siguientes términos:

“Funciones del representante. El representante legal de los tenedores de bonos colocados o negociados en el mercado de valores tendrá las siguientes funciones:

1. Realizar todos los actos de administración y conservación que sean necesarios para el ejercicio de los derechos y la defensa de los intereses comunes de los tenedores;

2. Llevar a cabo los actos de disposición para los cuales lo faculte la asamblea de tenedores en los términos del presente decreto;

3. Actuar en nombre de los tenedores de bonos en los procesos judiciales y en los de quiebra o concordato, así como también en los que se adelanten como consecuencia de la toma de posesión de los bienes y haberes o la intervención administrativa de que sea objeto la entidad emisora. Para tal efecto, el representante de los tenedores deberá hacerse parte en el respectivo proceso dentro del término legal, para lo cual acompañará a su solicitud como prueba del crédito copia auténtica del contrato de emisión y una constancia con base en sus registros sobre el monto insoluto del empréstito y sus intereses;

4. Representar a los tenedores en todo lo concerniente a su interés común o colectivo;

5. Intervenir con voz pero sin voto en todas las reuniones de la asamblea de accionistas o junta de socios de la entidad emisora;

6. Convocar y presidir la asamblea de tenedores de bonos;

7. Solicitar a la Superintendencia Financiera de Colombia los informes que considere del caso y las revisiones indispensables de los libros de contabilidad y demás documentos de la sociedad emisora;

8. (Modificado por el artículo 5 del Decreto 1984 de 2018) Informar a los tenedores de bonos y a la Superintendencia Financiera de Colombia, a la mayor brevedad posible y por medios idóneos, sobre cualquier incumplimiento de sus obligaciones por parte de la entidad emisora y/o la sociedad administradora del fondo de capital privado.

9. Las demás funciones que se establezcan en el contrato o que le asigne la de tenedores de bonos.”

3.2.1. Experiencia Internacional

En la siguiente tabla se hace un comparativo de las normas que da origen a la figura, de su denominación y las funciones que tiene la figura de representante de tenedores de bonos u obligacionistas en cuatro jurisdicciones, Chile, Perú, México y España.

	Chile	Perú	México	España
Norma	Artículos 107 a 116 de la Ley del mercado de valores	Artículos 87 a 94 de la ley del mercado de valores.	Artículo 69 de Ley del mercado de valores y artículo 217 de la ley general de títulos y operaciones de crédito	Ley de Sociedades de Capital
Identificación	Representante de los tenedores de bonos	Representante de los obligacionistas	Representante común de los obligacionistas	El sindicato de obligacionistas
Funciones	<p>Al representante de los tenedores de bonos le corresponderá el ejercicio de todas las acciones judiciales que competan a la defensa del interés común de sus representados.</p> <p>El representante de los tenedores de bonos podrá requerir al emisor o a sus auditores externos, los informes que sean necesarios para una adecuada protección de los intereses de sus representados</p> <p>a) Verificar el cumplimiento, por parte del emisor, de los términos, cláusulas y obligaciones del contrato de emisión, conforme a la información que éste le proporcione;</p> <p>b) Informar de lo anterior a los tenedores, en la forma y periodicidad que la Superintendencia determine mediante una norma de carácter general;</p> <p>c) Verificar, periódicamente, el uso de los fondos declarados por el emisor en la forma y conforme a los usos establecidos en el contrato de emisión.</p> <p>d) Velar por el pago equitativo y oportuno a todos los tenedores de bonos, de los correspondientes intereses, amortizaciones y</p>	<p>El representante de los obligacionistas debe actuar en el ejercicio de sus funciones con la diligencia de un ordenado comerciante, cuidando de los intereses de los obligacionistas como de los propios.</p> <p>Son funciones del representante de los obligacionistas, sin perjuicio de las establecidas en la Ley de Sociedades, las que le asignen el contrato de emisión y la Asamblea de Obligacionistas y, en especial, las siguientes:</p> <p>a) Velar por el cumplimiento de los compromisos asumidos por el emisor frente a los obligacionistas;</p> <p>b) Verificar que las garantías de la emisión hayan sido debidamente constituidas;</p> <p>c) Comprobar la existencia y el valor de los bienes afectados en garantía y cuidar que se encuentren debidamente asegurados, al menos por un monto proporcional al importe de las obligaciones en circulación; y,</p> <p>d) Iniciar y proseguir arbitrajes, acciones judiciales y extrajudiciales, en especial las que tengan por objeto procurar el pago de los intereses o el capital adeudados, la ejecución de las garantías, la conversión de las obligaciones y practicar los actos de conservación. Para tal efecto, sin que se requiera otorgamiento de poder,</p>	<p>El representante común de los obligacionistas obrará como mandatario de éstos, con las siguientes obligaciones y facultades, además de las que expresamente se consignent en el acta de emisión:</p> <p>I.- Comprobar los datos contenidos en el balance de la sociedad emisora que se formule para efectuar la emisión;</p> <p>II.- Comprobar, en su caso, la existencia de los contratos a que se refiere el párrafo primero del artículo 212;</p> <p>III.- Comprobar la existencia y el valor de los bienes dados en prenda o hipotecados en garantía de la emisión, así como que los objetos pignorados y, en su caso, las construcciones y los muebles inmovilizados incluidos en la hipoteca, estén asegurados mientras la emisión no se amortice totalmente, por su valor o por el importe de las obligaciones en circulación, cuando esté sea menor que aquél;</p> <p>IV.- Cerciorarse de la debida constitución de la garantía;</p> <p>V.- Obtener la oportuna inscripción del acta de emisión;</p> <p>VI.- Recibir y conservar los fondos relativos como depositario y aplicarlos al pago de los bienes adquiridos o de los costos de construcción en los términos que señale el acta de emisión, cuando el importe de la emisión o una parte de él, deban ser destinados a la adquisición o construcción de bienes;</p> <p>VII.- Autorizar las obligaciones que se emitan;</p> <p>VIII.- Ejercitar todas las acciones o derechos que al conjunto de obligacionistas corresponda por el pago de los intereses o del capital</p>	<p>1. Acordada la emisión de las obligaciones, la sociedad emisora procederá al nombramiento de comisario, que deberá ser persona física o jurídica con reconocida experiencia en materias jurídicas o económicas. La sociedad emisora fijará la retribución del comisario.</p> <p>2. El comisario tutelará los intereses comunes de los obligacionistas y, además de las facultades que le hayan sido conferidas en la escritura de emisión, tendrá las que le atribuya la asamblea general de obligacionistas.</p> <p>3. El comisario establecerá el reglamento interno del sindicato, ajustándose en lo previsto al régimen establecido en la escritura de emisión.</p> <p>4. El comisario será el representante legal del sindicato de obligacionistas, así como el órgano de relación entre la sociedad y los obligacionistas. Como tal, podrá asistir, con voz y sin voto, a las deliberaciones de la junta general de la sociedad emisora, informar a ésta de los acuerdos del sindicato y requerir de la misma los informes que, a su juicio, o al de la asamblea de obligacionistas, interesen a éstos.</p> <p>5. El comisario presenciará los sorteos que hubieren de celebrarse, tanto para la adjudicación como para la amortización de las obligaciones, y vigilará el</p>

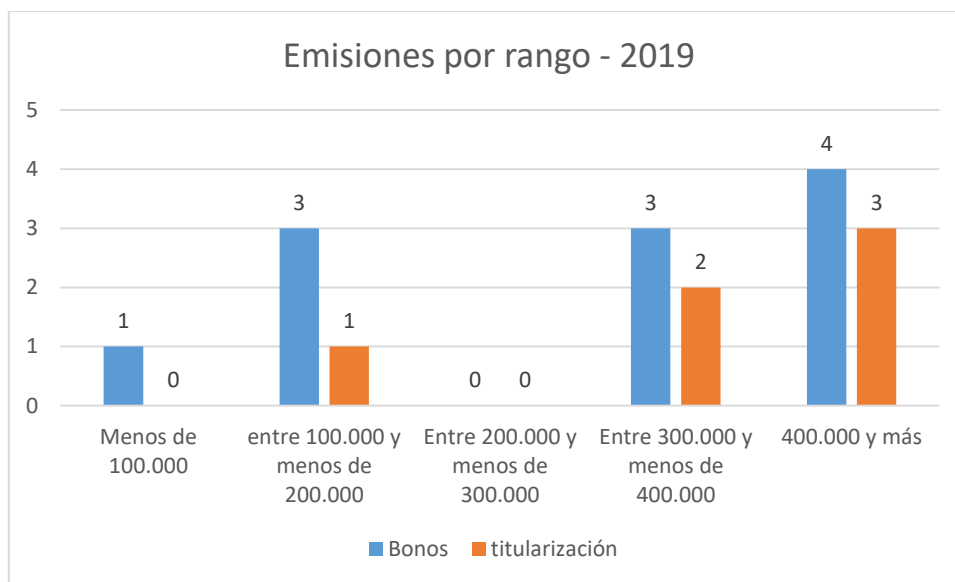
<p>reajuste de los bonos sorteados o vencidos. El representante no podrá rehusar pagar directamente a sus representados las obligaciones a que se refiere esta letra, según encargo que le hiciera el emisor luego de proveerlo suficientemente de fondos para cada oportunidad de pago. Esta función adicional deberá ser remunerada por el emisor en los términos que establezca la escritura.</p> <p>El representante deberá siempre efectuar los pagos por intermedio de un banco o institución financiera, a menos que tuviera alguna de dichas calidades, eventualidad en que podrá pagar directamente.</p> <p>e) Acordar con el emisor las reformas específicas al contrato de emisión que le hubiere autorizado la junta de tenedores de bonos, en materias de la competencia de ésta, y</p> <p>f) Ejercer las demás funciones y atribuciones que establezca el contrato de emisión. Los representantes de los tenedores de bonos son siempre removibles y sus mandatos revocables, sin expresión de causa, por la voluntad de la junta general de estos inversionistas. Sólo podrán renunciar a sus cargos ante una junta de tenedores de bonos.</p>	<p>representa a los obligacionistas con las facultades a que se refieren los Artículos 74 y 75 del Código Procesal Civil, salvo a aquellos que expresamente revoquen la representación.</p> <p>El representante de los obligacionistas no se podrá apartar de su encargo hasta que la Asamblea de Obligacionistas designe a su sustituto, salvo que la propia Asamblea de Obligacionistas acuerde exonerarlo de tal obligación.</p>	<p>debidos o por virtud de las garantías señaladas para la emisión, así como los que requiera el desempeño de las funciones y deberes a que este artículo se refiere, y ejecutar los actos conservatorios respectivos;</p> <p>IX.- Asistir a los sorteos, en su caso;</p> <p>X.- Convocar y presidir la asamblea general de obligacionistas y ejecutar sus decisiones;</p> <p>XI.- Asistir a las asambleas generales de accionistas de la sociedad emisora, y recabar de los administradores, gerentes y funcionarios de la misma todos los informes y datos que necesite para el ejercicio de sus atribuciones, incluyendo los relativos a la situación financiera de aquella.</p> <p>XII.- Otorgar en nombre del conjunto de los obligacionistas, los documentos o contratos que con la sociedad emisora deban celebrarse.</p>	<p>reembolso del nominal y el pago de los intereses.</p> <p>6. El comisario podrá ejercitar en nombre del sindicato las acciones que correspondan contra la sociedad emisora, contra los administradores o liquidadores y contra quienes hubieran garantizado la emisión.</p> <p>7. El comisario responderá frente a los obligacionistas y, en su caso, frente a la sociedad de los daños que cause por los actos realizados en el desempeño de su cargo sin la diligencia profesional con que debe ejercerlo.</p>
---	---	---	--

3.2.2. Propuesta normativa

La propuesta sobre la figura de representante de tenedores de bonos incluye cuatro componentes, el primero, es el resultado de la revisión de la experiencia internacional, que permite reconocer algunas puntos y funciones que pueden fortalecer la figura, en su objetivo de velar por los intereses de los diferentes inversionistas de la emisión.

El segundo busca la revisión del régimen de inhabilidades y prohibiciones que aplica a las entidades que actúan como representante de tenedores de bonos, permitiendo que algunas de las prohibiciones actuales tengan una aproximación de conflictos de interés, las cuales pueden ser gestionadas y mitigados los riesgos por parte de los diferentes participes de la emisión; el tercer punto consiste en la necesidad de generar un régimen normativo para los representantes de tenedores de valores diferentes a los bonos, y en esa medida se podrá plantear una referenciación expresa a los artículos que les aplicaran.

Una última modificación tiene como punto de partida, la revisión de los valores de las emisiones de bonos y titularizaciones realizadas en el año 2019, que muestran como tendencia la existencia de dos segmentos bien definidos, el primero de emisiones con montos inferiores a los 200.000 millones de pesos y el segundo segmento con montos superiores a los 300.000 millones de pesos.



Fuente: SIMEV – SFC. Cálculos: URF

De acuerdo a lo anterior, la propuesta tendría como objetivo la promoción de emisiones en este primer segmento, permitiendo que las emisiones de hasta 250.000 salarios mínimos mensuales legales vigentes, tanto de bonos como de titularizaciones, no tengan que contar con un representante de los tenedores de papeles, y que el emisor establezca mecanismos alternativos para su representación, lo anterior permite una reducción importante de costos, sin afectar a los inversionistas, ya que dichos mecanismos deben garantizar en forma adecuada los intereses de los tenedores de bonos y el cumplimiento de las obligaciones contraídas con los mismos por parte de la sociedad emisora.

3.3. Información relevante

La información relevante que deben divulgar los emisores de valores a través de los medios establecidos en las normas, busca que los inversionistas al considerarla puedan generar criterios a ser utilizados en su toma de decisiones, ayudando a los usuarios a realizar predicciones sobre las consecuencias de acontecimientos pasados, presentes o futuros, o a confirmar o corregir expectativas previas.

En este sentido, en el artículo 5.2.4.1.5 del Decreto 2555 de 2010 se señala que “Todo emisor de valores deberá divulgar, en forma veraz, clara, suficiente y oportuna al mercado, a través de la Superintendencia Financiera de Colombia, en la forma establecida en este Libro, toda situación relacionada con él o su emisión que habría sido tenida en cuenta por un experto prudente y diligente al comprar, vender o conservar los valores del emisor o al momento de ejercer los derechos políticos inherentes a tales valores”.

Adicional a esta definición, se establece una serie de hechos detallados en diferentes materias tales como: situaciones financiera y contable, jurídica, comercial y laboral, crisis empresarial, emisiones de valores, y procesos de titularizaciones. La definición al detalle de estas situaciones genera una serie de riesgos, costos y eventos que pueden terminar desestimulando la colocación de emisiones en el mercado de valores.

3.3.1. Experiencia internacional

A continuación se presentará de manera breve la experiencia de Estados Unidos sobre divulgación de información y algunos textos sobre información prospectiva.

Estados Unidos

En esta Jurisdicción existe una norma particular relacionada con la divulgación de información por parte del emisor en tiempo real, esta norma hace parte de la ley Sarbanes – Oxley, la cual respondió a una coyuntura particular relacionada con los escándalos financieros de grandes corporaciones como Enron, debido a lo anterior, se promulgó una norma que buscaba mejorar el monitoreo de las empresas que cotizan en bolsa, recuperar la confianza de los inversionistas y evitar la manipulación de los precios de las acciones.

“La Sección 302 de la Ley Sarbanes-Oxley establece que las compañías están obligadas a revelar información casi en tiempo real sobre cambios materiales en su condición u operaciones financieras. :

...

(I) Divulgaciones del emisor en tiempo real. *Cada emisor de conformidad con la sección 13 (a) o 15 (d) deberá divulgar al público de manera rápida y actual información sobre cambios materiales en la condición financiera u operaciones del emisor, en inglés simple, que puede*

incluir tendencias, información cualitativa y presentaciones gráficas, necesarias o útiles para la protección de los inversores y para el interés público.”¹⁰

Como se observa, para los emisores existe un deber de divulgar información en tiempo real de eventos materiales relacionados con sus condiciones financieras o de operación, de la misma manera incluye un tema de información prospectivo relacionado con tendencias.

Información prospectiva

Diferentes autores han venido estudiando la utilización de la prospectiva en la planeación estratégica y la toma de decisiones en las empresas, en el entendido que este concepto y metodología permite entender de mejor manera eventos futuros, reducir incertidumbre, riesgos y comprender de manera dinámica las organizaciones, es por esto que señalan que:

“Por medio de la prospectiva podemos contar con un mayor apoyo en nuestros procesos de toma de decisiones vinculado a la planificación estratégica en los ámbitos organizacionales, territoriales, tecnológico, sociales, gubernamentales entre otras áreas, en este proceso nos nutrimos de sus metodologías para así llegar a una reflexión sobre escenarios futuros (a largo plazo) y disminuir en lo posible la incertidumbre y su impacto.

Los cambios que estamos viviendo son importantes y profundos, muchos de ellos son a ritmos más acelerado de lo que estábamos acostumbrados a vivir, esto hace que reflexionemos en nuestra manera de actuar hoy respecto al futuro, ya los análisis lineales son sumamente insuficientes, hace falta cambiar ese esquema lineal que resulta obsoleto como bien lo hemos dicho anteriormente, debido a que no iluminan las evoluciones futuras de situaciones o problemáticas complejas y en esto está inmerso el sector público y el sector privado de la sociedad.

La prospectiva tiene un gran carácter estratégico, la misma nos llevara a procesos de reflexión, a la obtención de información relevante, a entender tendencias y contar con alternativas, anticipar y enfrentar posibles cambios con estrategias adecuadas.”¹¹

La información prospectiva es una nueva herramienta utilizada por las organizaciones que permite contar con un análisis de tendencias, de posibles alternativas y permite estar preparados para posibles cambios, por lo tanto, se convierte en un elemento para la toma de decisiones de las entidades y de sus inversionistas.

3.3.2. Propuesta Normativa

La definición de un listado taxativo de eventos que deberían divulgarse al mercado puede responder a un momento del tiempo diferente, en el cual se consideraba que, si los inversionistas contaban con

¹⁰ <https://www.sarbanes-oxley-101.com/SOX-409.htm>

¹¹ <https://www.pymesyautonomos.com/fiscalidad-y-contabilidad/la-importancia-de-la-informacion-contable-relevante-y-fidedigna>

una mayor cantidad de información podrían tomar mejores decisiones. En la actualidad, más que la cantidad de información que se tenga importa es la calidad de la misma, su materialidad para la toma de decisiones y relevancia para predecir posibles eventos. En esa medida, la norma abarca aspectos principales, los cuales deben ser materiales y de la misma manera, se suprimen casos y eventos puntuales.

Adicional al cambio de tendencia sobre la información a relevar, es importante incluir dentro de estos aspectos prospectivos que ayuden en la toma de decisiones empresariales y en la planeación estratégica de las organizaciones.

4. Condiciones de participación en fondos de inversión colectiva

Las sociedades administradoras de fondos de inversión colectiva vienen enfrentando una serie de desafíos y retos relacionados con la consecución de los montos requeridos para su operación cumpliendo desde un momento inicial los límites establecidos por inversionista, de la misma manera en situaciones de estrés financiero, este tipo de vehículos sufre salidas importantes de recursos, redenciones, causando algún tipo de estrechez financiera, en esa medida es necesario hacer una revisión de los límites de los fondos buscando dotarlos de instrumentos que fomenten su desarrollo y operatividad, sin disminuir sus requisitos y protección de los inversionistas.

4.1 Propuesta normativa

La propuesta normativa se compone de tres elementos, los dos primeros se relacionan con los límites de tenencia de participaciones por inversionista y el tercero se asocia con los límites de tenencia de participaciones por parte de la sociedad administradora del fondo, a continuación, se señalan de manera expresa dichas modificaciones.

En el artículo 3.1.1.6.2 del Decreto 2555 de 2010, se encuentra la norma vigente sobre el límite de tenencia de participaciones por un inversionista en relación con el valor del patrimonio de un fondo de inversión colectiva. Este límite se ubica en un 10% cuando se trate de fondos abiertos y 60% para fondos cerrados, en inversiones realizadas de manera directa o indirecta por medio de una cuenta ómnibus.

Sin perjuicio de la existencia de estos límites, el párrafo 1 de este artículo permite que un inversionista tenga una participación superior durante los primeros seis (6) meses de operación del fondo, lo anterior con el objetivo de poder estructurar el fondo, ponerlo en marcha y conseguir inversionistas adicionales a los institucionales o inversionistas ancla.

Sobre este tema, y con el fin de promover el desarrollo de la industria de fondos de inversión colectiva y promover la consecución de inversionistas, se propone ampliar el plazo para el cumplimiento de los límites por inversionista, pasando de 6 meses a un año.

La segunda modificación, adiciona una parte a este párrafo, que tiene por objetivo que en momentos que se presenten situaciones extraordinarias, la Superintendencia Financiera de Colombia pueda

autorizar que el límite no se aplique durante un tiempo determinado, lo anterior busca que no se presenten afectaciones en la continuidad del fondo cuando se realicen redenciones masivas, las cuales pueden terminar afectando los límites de participaciones por inversionista, la anterior situación es de naturaleza temporal y en esa medida al terminarse el plazo fijado se deben volver a cumplir los límites generales.

La tercera modificación, va en la misma línea mencionada en la anterior adición, y permite que, en situaciones extraordinarias, la Superintendencia Financiera de Colombia autorice de manera temporal que la inversión de la Sociedad Administradora sobrepase el límite general, 15%. Al finalizar el plazo fijado se debe volver a cumplir dicho límite. Lo anterior busca dar liquidez al vehículo y permitir su continuidad.

5. Límite por emisión para inversionistas institucionales

Se estima que el límite de 30% por emisión, contemplado en los artículos 2.6.12.1.13 y 2.31.3.1.10 del Decreto 2555 de 2010, podría estar restringiendo la demanda por parte de inversionistas institucionales, dado que la colocación de emisiones de menor tamaño en el mercado de capitales podría representarles un costo marginal, asociado al análisis de riesgo de crédito y de debida diligencia, mayor que el beneficio marginal del retorno esperado de una exposición muy pequeña del portafolio.

En este sentido, el documento Construyendo las bases de la nueva Misión del Mercado de Capitales en Colombia (Alarcón, 2017), señala que las emisiones de renta fija se han ido concentrando en un grupo de empresas de gran tamaño que encuentran en el mercado de capitales una fuente importante de fondeo. Por su parte, las empresas de menor tamaño o las emisiones pequeñas no resultan suficientemente atractivas para los inversionistas institucionales, en la medida en que, por efecto del límite de 30% señalado, requieren que al menos cuatro inversionistas estén interesados en demandar los títulos emitidos

De otro lado, las recomendaciones de la Misión del Mercado de Capitales (MMC) de 2019 sugieren que la regulación del régimen de inversión de los inversionistas institucionales debe abandonar el enfoque basado en reglas, cupos y límites. En su lugar, proponen adoptar un enfoque en el que prime la gestión de los riesgos de los portafolios administrados, en función del mejor interés de los diferentes grupos de afiliados a los fondos gestionados por las AFP así como de las reservas técnicas de las entidades aseguradoras y las sociedades de capitalización, en consideración de los pasivos que respaldan.

5.1. Experiencia internacional

En Latinoamérica, Chile aplica un límite a las administradoras de los Fondos de Pensiones del 35% por emisión, definido en el DL 3500 de 1980, en la siguiente forma:

“Artículo 47.- (...)

La suma de las inversiones con recursos de los Fondos de Pensiones de una misma Administradora, en títulos de deuda emitidos o garantizados por empresas cuyo giro sea realizar operaciones de leasing, no podrán exceder el setenta por ciento del patrimonio de la empresa.

La suma de las inversiones con recursos de los Fondos de Pensiones de una misma Administradora en efectos de comercio, no podrá exceder del treinta y cinco por ciento de la serie.

De igual forma, la suma de las inversiones con recursos de los Fondos de Pensiones de una misma Administradora, en bonos de una misma serie, no podrá exceder del treinta y cinco por ciento de ésta.

(...)” (subrayado fuera del texto)

La legislación de México prevé un tratamiento similar en el régimen de inversión aplicable a las sociedades de inversión especializadas de fondos para el retiro.

Por otra parte, la mayoría de los países miembros de la OECD, no tienen definido en su normativa un límite explícito a la inversión en una emisión. En su lugar, definen un límite a las inversiones en un mismo emisor. La práctica internacional sugiere que de forma recurrente se definen esquemas basados en principios de inversión con altos estándares de gobierno corporativo y administración de riesgos, en lugar de límites estrictos con visos de coadministración por parte del Gobierno.

5.2 Propuesta normativa

En línea con las recomendaciones de la MMC, se propone eliminar el límite del 30% por emisión aplicable a los inversionistas institucionales, previsto en los artículos 2.6.12.1.13 y 2.31.3.1.10 del Decreto 2555 de 2010. Esta medida iría acompañada de un fortalecimiento del gobierno corporativo de los órganos encargados de la toma de decisiones de inversión. En este último punto, la propuesta contempla que el límite máximo por emisor sea definido por la Junta Directiva, con base en las recomendaciones del Comité de Inversiones y el Comité de Riesgos.

Con esta modificación se espera contribuir a:

- i. Incentivar a emisores nuevos o no recurrentes a emitir, en la medida en que no sería necesario reunir a cuatro inversionistas para la colocación de los títulos.
- ii. Ampliar el espectro de emisiones de los inversionistas institucionales, permitiendo una mejor diversificación, lo cual redundaría en una mejor relación retorno – riesgo de sus portafolios.
- iii. Disminuir el efecto manada en la exposición al riesgo de crédito.

Si bien es un paso en la dirección correcta para reemplazar el esquema de límites estrictos por un esquema basado en principios de inversión, debe prestarse particular atención a otras consideraciones que pueden mitigar el impacto de la modificación propuesta en relación con el apetito de riesgo de los inversionistas institucionales por emisores jóvenes o no recurrentes. A saber, Alarcón (2017) plantea que la baja demanda por parte de los inversionistas por este tipo de emisores, sesga las emisiones a favor de montos altos y con calificación AAA, en razón a los altos costos de emisión que se derivan de un mercado poco profundo.

Finalmente, la modificación debe acompañarse de una supervisión basada en riesgos, pasando de la vigilancia puntual del emisor o de la emisión, a una supervisión con enfoque de gestión de riesgos asociados a la naturaleza de los recursos administrados.

6. Condiciones para vinculación digital a productos del mercado de valores

La participación de las personas naturales en el mercado de capitales colombiano principalmente se ha dado de manera obligatoria bajo el mecanismo de ahorro pensional. La participación de la inversión voluntaria fuera de los vehículos de retiro se hace actualmente mediante productos como fiducia de inversión, APT y fondos de inversión colectiva. Teniendo en cuenta sólo la última, la participación de las personas naturales es de alrededor de 23%, tomando como referencia el cierre de diciembre de 2018, lo que refleja menos del 3% de los activos bajo administración del mercado local.

Buscando reactivar la participación del *retail* en el mercado de capitales que tuvo su pico máximo en la primera década del siglo en curso con las múltiples emisiones de acciones resultado de los procesos de privatización de algunas de las más importantes empresas estatales y que decayó principalmente por la caída del mercado accionario producto del coletazo de la crisis financiera global de 2008, la industria ha manifestado que una de las barreras más importantes para la atracción a una proporción mayor de personas naturales o de portafolios corporativos de montos modestos son los costos asociados a los canales para el ofrecimiento y vinculación de los productos de inversión.

6.1. Experiencia internacional

En años recientes, diversas jurisdicciones han reconocido que reconciliar la protección al inversionista, la información pertinente y el acceso de todo tipo de inversionistas a productos del mercado de capitales sólo es plausible a través del uso intensivo de tecnología en la cadena de procesos que implican la publicidad, distribución, asesoría, vinculación, actualización de la información periódica de los clientes, entrega de resultados, entre otros.

Así como el sistema bancario ha venido adoptando canales digitales y realizando alianzas con agentes no financieros para ampliar su cobertura de forma eficiente a través de mecanismos de distribución livianos (Pickens, Porteous, & Rotman, 2009), la innovación y la participación de la industria *fintech* ha permeado el ofrecimiento de productos de inversión.

Si bien en 2015 se dieron a conocer las primeras consideraciones de las autoridades de la Unión Europea sobre la automatización de la asesoría en servicios financieros que años más tarde y a través de reglas contenidas en MiFID y MiFID II han sido específicas, desde 2016 FINRA y en 2017 la SEC establecieron los lineamientos regulatorios para prestar los servicios de asesoría de inversión a través de herramientas tecnológicas o *roboadvising* y en este año se sumó la FCA en Reino Unido con el acto que establecía los requisitos para el proceso básico de asesoría para los clientes desde la etapa de perfilamiento del cliente y la coherencia con la oferta de productos (*suitability*), así como los criterios para determinar la pertinencia de la plataforma tecnológica para la prestación del servicio.

En este proceso de asesoría financiera a través de canales digitales se han sumado: Singapur que en 2018 hizo una revisión sobre los requisitos establecidos originalmente para la asesoría con el fin de

establecer un panorama regulatorio claro y de esta forma el aprovechamiento del creciente uso del *roboadvising* en el país.

El factor común de los marcos regulatorios mencionados en la materia es que el canal de prestación del servicio debe cumplir con criterios de seguridad y como principio fundamental la protección del consumidor financiero en todas las etapas de la relación comercial. Bajo éste mismo principio se ha permitido en varios países que el proceso de verificación de identidad, conocimiento del cliente y vinculación se ejecuten en ambientes digitales siempre y cuando se cumplan todos los requisitos de información sobre el usuario.

6.2 Propuesta normativa

De acuerdo a los trámites de vinculación simplificada que se han establecido para algunos productos del mercado intermediado con el objetivo de incrementar el acceso y uso a la población que cumple con condiciones específicas limitadas como monto de operaciones o saldos, se propone que con el objetivo de viabilizar un esquema particular de ofrecimiento de vehículos de inversión a clientes con recursos inferiores a 100.000 UVR se puedan ejecutar todas las etapas relacionadas a dicho proceso de manera digital a través de las herramientas que las entidades dispongan, cumpliendo en todo caso con los requerimientos de protección al consumidor financiero, la verificación de los requisitos lavado y financiación del terrorismo y debido conocimiento del cliente.

7. Garantías en operaciones que se compensen y liquiden a través de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte

En esta sección del documento técnico que acompaña al proyecto de decreto se abordará de manera breve las propuestas relacionadas con las operaciones de contado que se compensen y liquiden en la Cámara de Riesgo Central de Contraparte.

En términos generales, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte tiene por finalidad la administración y gestión de riesgos existentes en los mercados de derivados. La Cámara se encarga de la prestación de servicios de compensación y liquidación en el mercado, garantizando el pago de las obligaciones y derechos que allí se generan a través de la exigencia de garantías a los participantes¹².

La CRCC se encarga de mitigar principalmente dos riesgos: i) el riesgo de contraparte y ii) el riesgo de liquidez. El primero, hace referencia al eventual incumplimiento de una obligación por parte de algún participante. La CRCC se encarga de gestionar y administrar dicho riesgo a través de un esquema de seguridad que incluye una serie de requisitos financieros y operativos para quienes quieran participar dentro del sistema; exigencia de garantías y límites de operación a los mismos; e incluso la garantía de las obligaciones con su propio patrimonio. Por otro lado, el riesgo de liquidez, está relacionado con el incumplimiento transitorio de una obligación que puede ser pagada en un

¹² <https://www.asuntoslegales.com.co/analisis/catalina-rodriguez-trout-533026/camara-de-riesgo-central-de-contraparte-2478641>

futuro. La CRCC busca mitigar este riesgo, principalmente, a través de la exigencia de garantías en efectivo.¹³

Como se observa la Cámara de riesgo central de contraparte juega un papel fundamental en el mercado, al generar confianza para los inversionistas y mitigar una serie de riesgos. En esta medida generar reglas claras sobre la constitución de garantías en operaciones de contado y dar claridad a la posibilidad que las sociedades administradoras de terceros otorguen garantías a la CRCC es importante para profundizar el mercado, mitigar riesgo y ampliar la confianza de los inversionistas.

7.1 Propuesta normativa

La propuesta normativa tiene diferentes componentes, pero en términos generales se busca establecer de manera expresa la capacidad de las sociedades administradoras de productos de terceros de otorgar garantías con los fondos administrados en operaciones que se compensen y liquiden por intermedio de la Cámara de Riesgo Central de contraparte, dentro de las cuales se incluyen operaciones de contado. Dichas garantías responderán de manera exclusiva a operaciones que realice cada uno de los portafolios administrados. Adicional a lo anterior, se hacen algunos ajustes en normas relacionadas, con el fin de otorgar consistencia a la mencionada facultad.

8. Impacto esperado de la propuesta normativa

Con las propuestas de modificación incluidas en el presente documento, el Gobierno Nacional espera ampliar la participación de emisores de diversos tamaños en el mercado de capitales. En tal sentido, el Ministerio de Hacienda adopta los siguientes indicadores de resultado de la iniciativa regulatoria descrita en el presente documento para el periodo 2020-2022:

Indicador	Línea base 2018/2019 ¹⁴	Meta 2022
Número de emisores (renta variable y deuda privada)	22	30
Monto emitido (renta variable y deuda privada)	\$6,5 Bn	\$8 Bn
Número de emisiones a través de financiación colaborativa	6	20

¹³ <https://www.asuntoslegales.com.co/analisis/catalina-rodriguez-trout-533026/camara-de-riesgo-central-de-contraparte-2478641>

¹⁴ Para crowdfunding la línea base será 2019.

BIBLIOGRAFÍA

- Alarcón, L. (2017). “*Construyendo las Bases de la Nueva Misión del Mercado de Capitales en Colombia*”.
- Capital market instruments to mobilize institutional investors to infrastructure and SME financing in emerging market economies: report for the G20. Washington, D.C. World Bank Group. [http://documents.worldbank.org/curated/en/192061468179954327/Capital-market-instruments-to mobilize-institutional-investors-to-infrastructure-and-SME-financing-in-emerging-market-economies-report-for-the-G20](http://documents.worldbank.org/curated/en/192061468179954327/Capital-market-instruments-to-mobilize-institutional-investors-to-infrastructure-and-SME-financing-in-emerging-market-economies-report-for-the-G20)
- Financiamiento de las MiPymes en Colombia, Banca de las Oportunidades. Febrero de 2019.
- https://bancadelasoportunidades.gov.co/sites/default/files/2019-02/Financiamiento%20MiPymes.Vf_.pdf
- La gran encuesta Pyme. ANIF. Resultados segundo semestre de 2019. <http://www.anif.co/sites/default/files/publicaciones/anif-gep-nacional1219.pdf>
- Pickens, M., Porteous, D., & Rotman, S. (2009). Scenarios for Branchless Banking in 2020, (57).
- Reporte de Inclusión Financiera 2018, Banca de las Oportunidades – Superintendencia Financiera de Colombia.
- Rigobon, R., & Et al (2019). *Misión del Mercado de Capitales*. Bogotá: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Banco Mundial y Embajada de Suiza en Colombia.
- Decreto 2555 de 2010.
- Varón y Abella. Régimen del Mercado de Valores Tomo II
- http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=RC_0141199800000&CTEXTO=
- <https://www.cnbv.gob.mx/Normatividad/Disposiciones%20de%20car%C3%A1cter%20general%20aplicables%20a%20las%20emisoras%20de%20valores.pdf>
- http://www.cmfchile.cl/portal/principal/605/articles-806_doc_pdf.pdf
- [IntroduccionALaRegulacionDeValoresEnEstadosUnidos-3627233.pdf](#)
- Ley Sarbanes-Oxley
- <https://www.sarbanes-oxley-101.com/SOX-409.htm>
- <https://www.pymesyautonomos.com/fiscalidad-y-contabilidad/la-importancia-de-la-informacion-contable-relevante-y-fidedigna>
- <https://www.sec.gov/investment/im-guidan-ce-2017-02.pdf>
- Ley de sociedades España
- Ley del mercado de valores de México
- Ley del mercado de valores Chile
- Ley de valores Perú