



# Financiación de Mipymes a través del mercado de capitales

**Unidad de  
Proyección  
Normativa y  
Estudios de  
Regulación  
Financiera - URF**

Bogotá – Colombia  
**Febrero de 2026**

**Mariana Aya  
Guerrero**  
Subdirector

**Alexander Guerrero  
Galindo**

**Andrés Felipe  
García Hernández**

**Angélica González  
Tous**  
Asesores

Palabras Clave:

**Mipymes,  
Titularización,  
Mercado de  
capitales,  
financiación,  
emisión, valores**

Documento técnico





## Resumen

El Gobierno nacional dentro de los lineamientos definidos en la Ley 2294 de 2023 “Por el cual se expide el Plan Nacional de Desarrollo 2022- 2026 “Colombia potencia mundial de la vida” ha señalado la importancia de lograr el desarrollo socio-productivo del país, y de manera particular, reconocer el papel protagónico de las micro, pequeñas y medianas empresas – Mipymes- como motor de la producción en el país.

Dentro de los catalizadores definidos en el mencionado plan, se encuentra la necesidad de establecer una serie de políticas para el fortalecimiento de las Mipymes en Colombia en aspectos tales como: la reducción de los trámites y costos para su creación y operación, la generación oportuna de información que permita caracterizar las realidades de las unidades productivas, la promoción del fortalecimiento del tejido empresarial a nivel regional y el acceso al financiamiento amplio y educación financiera, entre otras.

Este documento y la propuesta normativa que lo acompaña tiene por finalidad ampliar las alternativas de financiación para las micro, pequeñas y medianas empresas permitiendo que estas puedan acceder a recursos a través del mercado de valores.

La propuesta establece un régimen especial de titularización en la financiación de estructuras productivas para Mipymes con reglas particulares en aspectos tales como los activos a titularizar, régimen de emisión, inscripción automática, mecanismos alternativos de protección de los inversionistas, entre otros.



## Tabla de contenido

<b>Resumen</b>	<b>2</b>
<b>Definiciones</b>	iError! Marcador no definido.
<b>Listado de acrónimos</b>	<b>4</b>
<b>1. Introducción</b>	<b>5</b>
<b>2. Coyuntura de las Pymes en Colombia</b>	<b>6</b>
<b>3. Propuesta normativa</b>	<b>22</b>
<b>Bibliografía</b>	<b>36</b>



## Listado de acrónimos

NOMAD	Asesor Nominado
NSE	Bolsa Nacional de Valores
BME	Bolsas y Mercados Españoles
ANIF	Centro de Estudios Económicos de Colombia
CNBV	Comisión Nacional Bancaria y de Valores
MARF	Mercado Alternativo de Renta Fija
MAV	Mercado Alternativo de Valores
AIM	Mercado de Inversión Alternativa
Mipymes	Micro, pequeñas y medianas empresas
Mincomercio	Ministerio de Comercio, Industria y Turismo
MTF	Sistema Multilateral de Negociación
Pymes	Pequeñas y medianas empresas
SMV	Superintendencia del Mercado de Valores
SFC	Superintendencia Financiera de Colombia
URF	Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera
UVT	Unidad de Valor Tributario
UVB	Unidad de Valor Básico
RNVE	Registro Nacional de Valores y Emisores



## 1. Introducción

El Gobierno nacional dentro de los lineamientos definidos en la Ley 2294 de 2023 “Por el cual se expide el Plan Nacional de Desarrollo 2022- 2026 “Colombia potencia mundial de la vida” ha señalado la importancia de lograr el desarrollo socio-productivo del país, y de manera particular, reconocer el papel protagónico de las micro, pequeñas y medianas empresas (MiPymes) como motor de la producción en el país.

Dentro de los lineamientos y catalizadores definidos en el mencionado plan, se encuentra la necesidad de establecer una serie de políticas para el fortalecimiento de las Mipymes en Colombia en aspectos tales como: la reducción de los trámites y costos para su creación y operación, la generación oportuna de información que permita caracterizar las realidades de las unidades productivas, la promoción del fortalecimiento del tejido empresarial a nivel regional y el acceso al financiamiento amplio y educación financiera, entre otras.

De otra parte, en el Informe de Tejido Empresarial, del Ministerio de Comercio, Industria y Turismo (Mincomercio), se señala que en Colombia existen cerca de 1,8 millones de empresas, de las cuales las microempresas representaron el 95,1% de las mismas, las pequeñas son el 3,7%, las medianas el 0,9% y finalmente, las grandes empresas son el 0,3% del total<sup>1</sup>. En este sentido, en el país existe una gran cantidad de empresas y emprendimientos, muchos de las cuales necesitan contar con fuentes de financiación para poder desarrollar sus negocios.

La revisión de la experiencia internacional, que se presenta en una sección posterior, permite inferir la existencia de una serie de barreras en la financiación de Mipymes relacionados con la existencia de asimetrías de información, altos gastos de transacción, falta de instrumentos de financiación, costos de financiamiento elevados y otros factores propios de los entornos económicos, sociales y políticos de los países.

En Colombia se observa la existencia de algunas de estas barreras, lo que acompañado por la gran cantidad de empresas y las necesidades constantes de financiación por parte de estas hacen necesarios revisar y desarrollar nuevos canales de financiación alternativos a los bancarios.

Uno de los elementos centrales del plan de trabajo del Gobierno Nacional y de manera particular de la Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera – en adelante URF – consiste en promover instrumentos y productos financieros que permitan que más empresas, de todos los tamaños, y en general, que emprendimientos puedan acceder a diferentes canales de financiamiento para el desarrollo de sus proyectos y planes de negocio.

---

<sup>1</sup> Ministerio de Comercio, Industria y Turismo. Informe de Tejido Empresarial, diciembre de 2025.



En este sentido, el presente documento técnico y la propuesta normativa que lo acompaña establece una propuesta para que las micro, pequeñas y medianas empresas puedan financiarse a través del mercado de capitales, mediante la emisión de una titularización.

La titularización de los activos de las micros, pequeñas y medianas empresas (Mipymes) debe responder a características propias de las entidades y en esa medida se propone la creación de un régimen especial de titularización, que incorpore una serie de normas particulares relacionadas con el proceso de emisión, la información a revelar, las entidades autorizadas para el desarrollo de dichas emisiones, entre otras disposiciones.

El documento se divide en varias secciones, en las cuales se dará un breve contexto legal y coyuntural de las Mipymes en el país, así como los mecanismos de financiación actuales y su desarrollo, lo cual permite determinar la necesidad de contar con nuevos instrumentos para que estas empresas puedan encontrar fondeo acorde con sus necesidades. Posteriormente se presentará la propuesta normativa, destacando las características particulares de estas emisiones.

## **2. Coyuntura de las Pymes en Colombia**

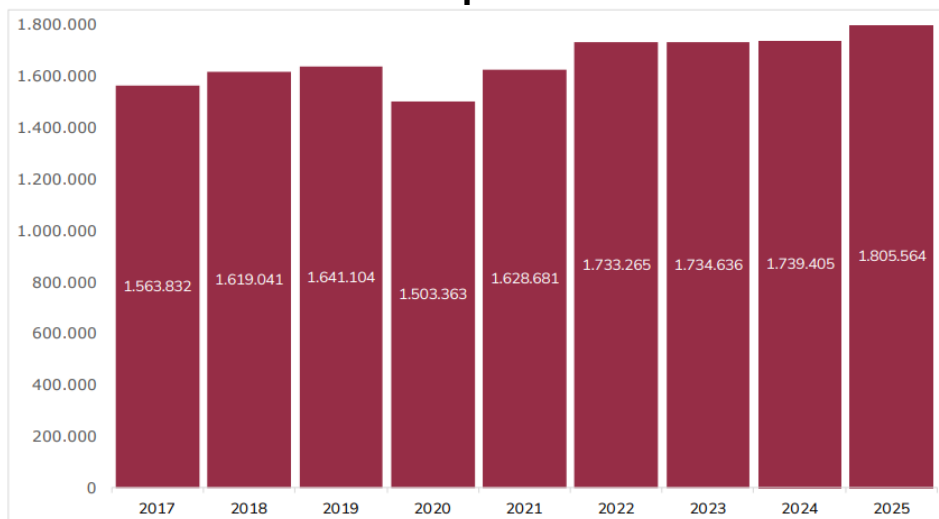
En esta sección se presentará de manera breve una contextualización de la estructura empresarial en el país, relacionadas con el número de empresas y su distribución por tamaño, las necesidades de financiación de estas y los diferentes productos que el Gobierno nacional ha desarrollado para servir de alternativa de financiación para estas empresas. Por último, se abordará la necesidad de contar con nuevos instrumentos y productos desintermediados para suplir las necesidades de estas empresas y promover el desarrollo empresarial.

### **2.1 Pymes en Colombia**

De acuerdo con el Informe de Tejido Empresarial del mes de agosto de 2024. El stock de empresas en Colombia asciende a 1.805.564, reflejado en matrículas mercantiles activas reportadas por las cámaras de comercio, a través del Registro Único Empresarial y Social – RUES.



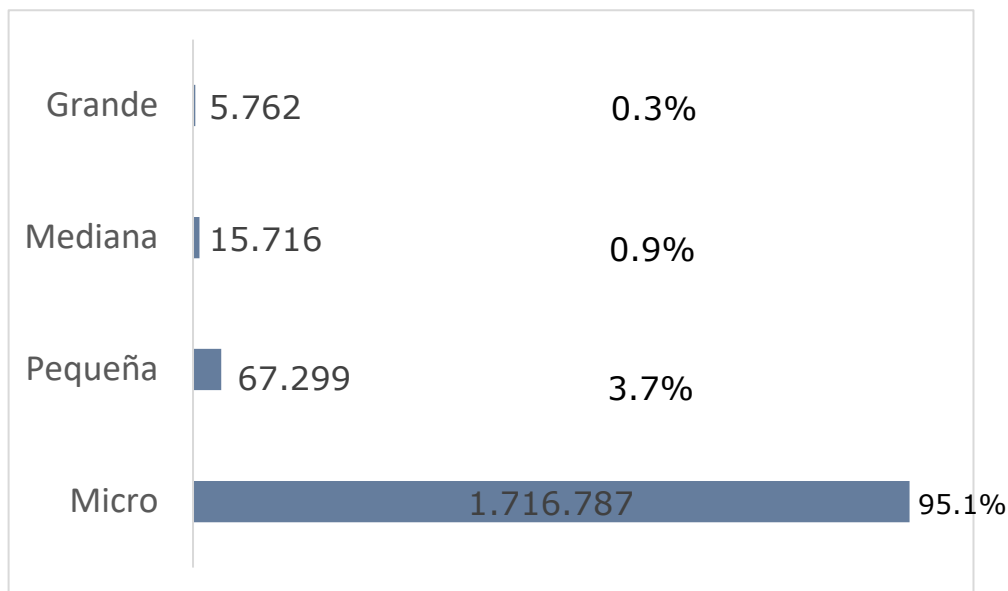
**Gráfica 1. Stock empresarial en Colombia**



Fuente: Informe de Tejido Empresarial - Mincomercio. Diciembre de 2025

En la Gráfica 2 se presenta la distribución de este stock empresarial de acuerdo con el tamaño de empresas, destacando la gran importancia de las microempresas y pequeñas empresas, que representan más del 98% del tejido empresarial colombiano.

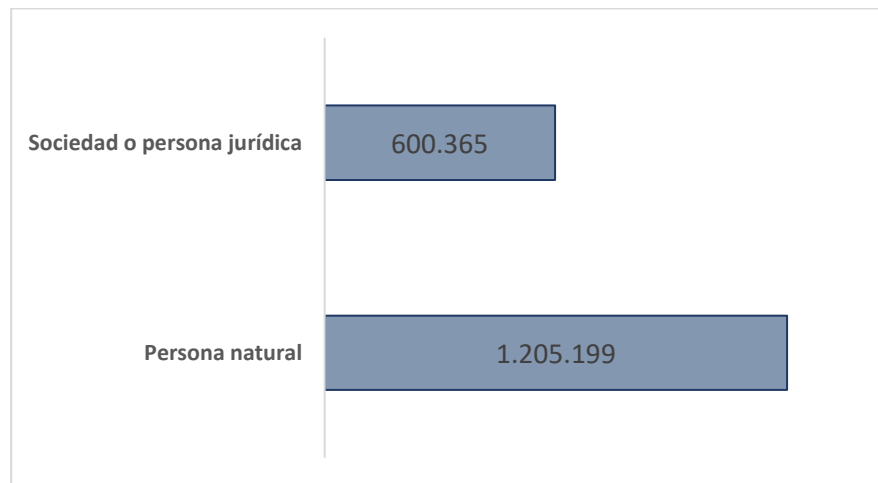
**Gráfica 2. Stock empresarial por tamaño de empresa**



Fuente: Informe de Tejido Empresarial - Mincomercio. Diciembre de 2025

Otro aspecto para destacar con respecto al tipo de empresas en el país es su naturaleza jurídica, donde destaca la prevalencia de organizaciones a través de personas naturales sobre personas jurídicas. De acuerdo con el informe de Tejido Empresarial una de cada tres empresas en el país se establece como sociedades o personas jurídicas.

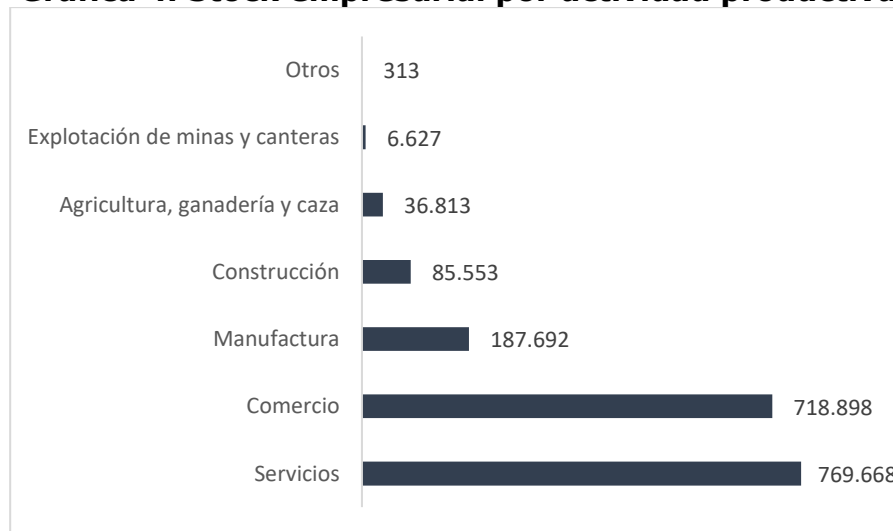
### Gráfica 3. Stock empresarial por naturaleza jurídica



Fuente: Informe de Tejido Empresarial - Mincomercio. Diciembre de 2025

Por último, en cuanto al sector productivo en el cual desarrollan su actividad productiva, el tejido empresarial colombiano muestra que cerca del 90% de las empresas se dedican a actividades de servicios, comercio y manufactura.

### Gráfica 4. Stock empresarial por actividad productiva



Fuente: Informe de Tejido Empresarial - Mincomercio. Diciembre de 2025



Las cifras anteriores caracterizan de manera breve la situación empresarial en el país, que se destaca por estar constituida por micro, pequeñas y medianas empresas, organizadas jurídicamente como personas naturales en su mayoría y que desarrollan actividades relacionadas con servicios, comercio y manufactura.

## **2.2 Instrumentos para la financiación de empresas**

En diferentes jurisdicciones se ha detectado que el acceso a la financiación y al crédito es un limitante importante para el desarrollo productivo y de manera especial para el origen y desarrollo de pequeñas y medianas empresas, dicha limitación se explica por diversos factores relacionados con: asimetrías de información, altos gastos de transacción, falta de instrumentos de financiación e inversión apropiados, costos de financiamiento elevados y demás factores propios del entorno económico.

En Colombia, consciente de dichos desafíos, se han desarrollado diferentes productos e instrumentos para la financiación de los diferentes tipos de empresas, tanto desde los canales tradicionales bancarios como mediante fuentes de recursos alternativos.

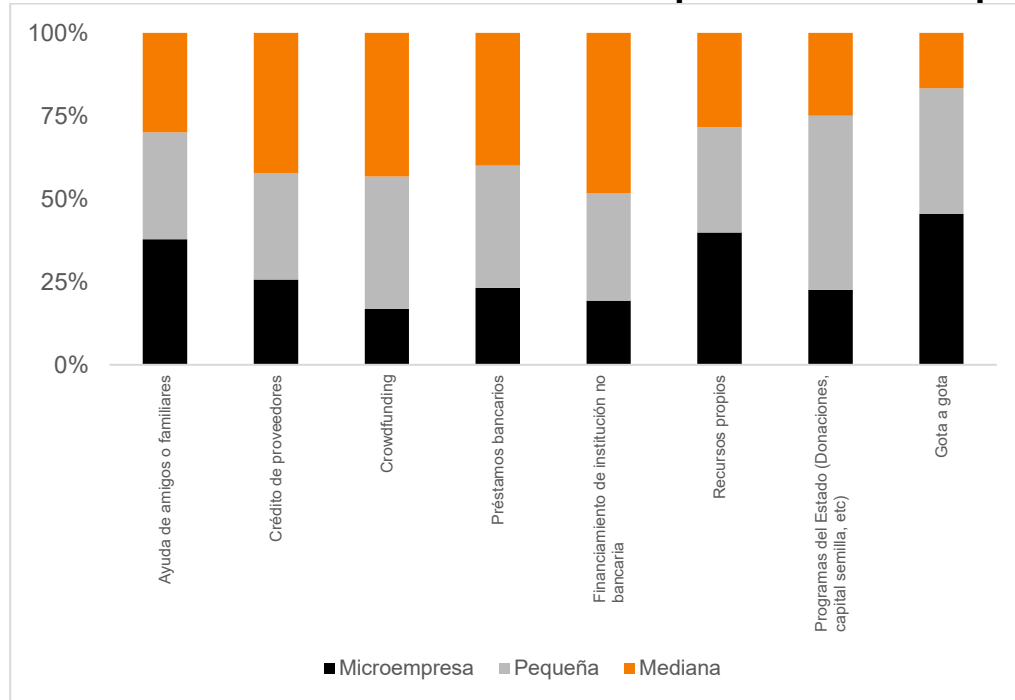
En esta línea el Gobierno nacional ha desarrollado productos tales como:

- i. Microcrédito
- ii. Financiación colaborativa
- iii. Fondos de inversión colectiva
- iv. Fondos de capital privado
- v. Emisiones de bonos a través de patrimonios autónomos
- vi. Papeles comerciales
- vii. Titularizaciones sobre flujos de caja

Sin perjuicio de la existencia de estos productos y vehículos, todavía existe un espacio importante para estructurar productos que permitan que nuevas empresas puedan financiar sus necesidades de capital y que inversionistas puedan adquirirlos acorde con su apetito de riesgo y sus rendimientos esperados.

En línea con lo señalado, de acuerdo con diversos estudios e informes de Banca de las Oportunidades y del Centro de Estudios Económicos de Colombia (ANIF), se observan dos indicadores relevantes, el primero relacionado con las fuentes de financiación de las empresas en su etapa inicial y el segundo sobre el acceso a canales formales de crédito. En la Gráfica 5, se presentan las diferentes fuentes de financiación que utilizan los emprendedores para iniciar sus negocios.

**Gráfica 5. Fuentes de financiamiento inicial por tamaño de empresas**



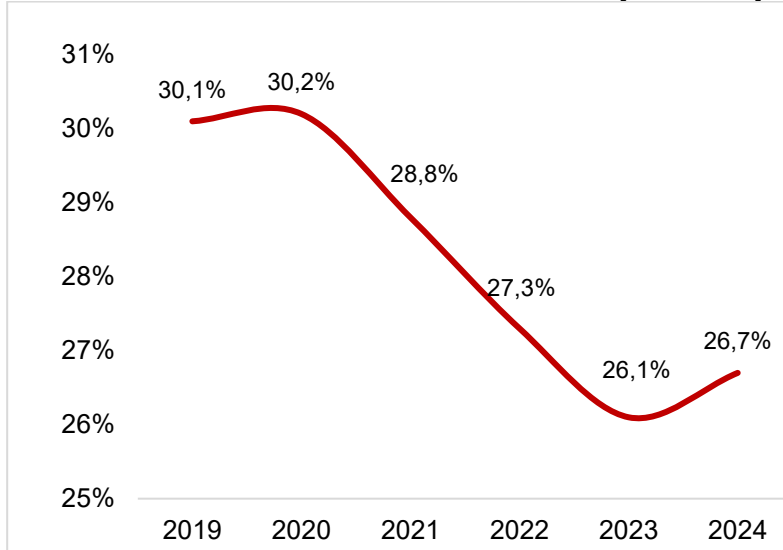
Fuente: ANIF

El anterior gráfico permite inferir que las micro y pequeñas empresas, en su etapa inicial, se financian de manera principal a través de recursos propios, créditos informales (gota a gota) o mediante recursos de familiares o amigos. Las empresas medianas tienen mayor posibilidad de acceder a recursos formales asociados con préstamos bancarios, plataformas de financiación colaborativa y financiación de instituciones no bancarias.

Ahora bien y siguiendo con las fuentes de financiamiento de las empresas en el país, Banca de las Oportunidades estima el indicador de acceso al crédito formal para las diferentes empresas del país, cifras que se presentan en la Gráfica 6.



**Gráfica 6. Indicador de acceso al crédito para empresas**

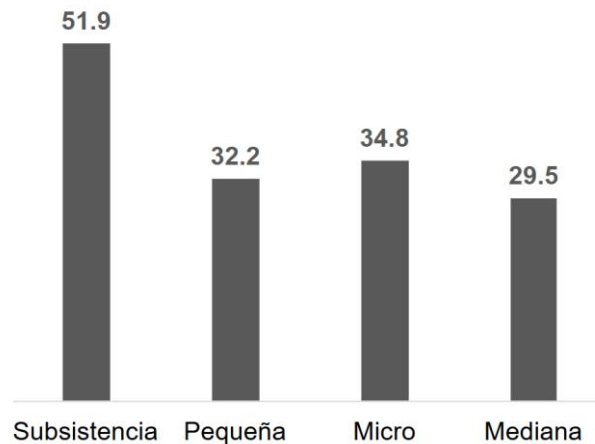


Fuente: Reporte de inclusión financiera. Superintendencia Financiera de Colombia

Este indicador de acceso al crédito formal es total, pero varía de acuerdo con el tamaño de las empresas: microempresas (15.3%), pequeña (59.5%), mediana (74.8%) y grande (82.1%). Así las cosas, las microempresas y pequeñas empresas son las que tienen un nivel menor de acceso a los canales formales de financiación.

Como se ha señalado anteriormente, una fuente importante de financiación de empresas en el país corresponde a deuda a través de prestamistas informales. En la gráfica 7 se presenta el porcentaje de empresas que han solicitado financiación por estos canales informales.

**Gráfica 7. Porcentaje de empresas con deuda informal por tamaño de empresas.**



Fuente ANIF



La gráfica anterior muestra que un gran porcentaje de las empresas solicita financiación a través de medios informales. Lo anterior se da de manera prioritaria para microempresas, micro de subsistencia<sup>2</sup>, pequeñas y medianas. Dicha financiación es explicada por razones tales como: rapidez en la obtención del dinero, trámites menos extensos, no contar con la necesidad de conseguir garantías y colaterales, términos de pago flexibles, entre otras.

Según el foro de financiamiento de la pyme, la demanda potencial de crédito de estas empresas alcanzó US\$ 64.949 millones, mientras que el sector financiero solo ofreció US\$ 21.167 millones en 2024. De esta forma, las Mipymes en el sector formal registraron una brecha de financiamiento de US\$ 43.782 millones, equivalente al 14% del PIB de Colombia<sup>3</sup>.

De acuerdo con estos datos, en el país existe un espacio importante para desarrollar productos que respondan a la necesidad de financiación por parte de empresas y emprendimientos, y en ese sentido, se hace necesario explorar el mercado de capitales como un elemento relevante en el desarrollo de soluciones a la problemática mencionada.

### 2.3 Experiencia Internacional

Esta sección busca analizar los regímenes regulatorios de los mercados de capitales para Pymes en jurisdicciones clave a nivel mundial, como Reino Unido, Italia, España, Japón y Polonia, al igual que en América Latina como en Brasil, Chile y Perú<sup>4</sup>. Lo anterior, con el objetivo de identificar lecciones y mejores prácticas aplicables a la revisión del marco normativo en Colombia.

El análisis se organiza en dos subsecciones principales: la primera aborda los mercados de renta variable, y la segunda se centra en los mercados de bonos, conocidos como minibonos. El propósito principal es ofrecer una recopilación de tendencias mundiales, factores clave de éxito, desafíos frecuentes y estrategias regulatorias innovadoras, con el fin de respaldar y mejorar el proceso de creación de políticas públicas en el país.

---

<sup>2</sup> Una empresa de subsistencia es aquella micro que fue creada para complementar los ingresos de su hogar o porque no encontró alternativas en el mercado laboral

<sup>3</sup> *MSME Finance Gap Report* (2025). <https://www.smefinanceforum.org/data-sites/msme-finance-gap>.

<sup>4</sup> Esta sección recopila las principales ideas del estudio de Ana Carvajal y Raphael Giovanini. *World Bank. Technical Note. SME Markets in Selected Jurisdictions. January 2025*. Esa nota se basa en una publicación anterior del Banco Mundial. *Capital Markets and SME Financing in Emerging Markets and Developing Economies: Can they go the distance?*



### 2.3.1. Mercados de renta variable para Pymes

#### 2.3.1.1. Lecciones aprendidas de jurisdicciones seleccionadas sobre el financiamiento de acciones para Pymes

Antes de analizar los detalles de cada jurisdicción, es esencial entender las tendencias y lecciones estratégicas que han emergido a nivel mundial en los mercados de acciones para Pymes.

Estas lecciones ofrecen un contexto fundamental sobre los factores que contribuyen al éxito y los obstáculos frecuentes que enfrentan reguladores y operadores de mercado al tratar de promover la participación de las Pymes en el financiamiento mediante la bolsa. A continuación, se presentan las lecciones clave extraídas del análisis global:

- a) **El vínculo con los mercados principales.** Los mercados de Pymes más exitosos suelen encontrarse en países con mercados de capitales principales consolidados y activos. Esto indica que un ecosistema de mercado desarrollado es un prerrequisito clave para fomentar un segmento especializado para empresas en expansión.
- b) **La aplicación del principio de proporcionalidad.** Aunque los requisitos proporcionales son fundamentales en todos los mercados de Pymes, su implementación práctica difiere notablemente. La proporcionalidad se refleja en aspectos como los requisitos que una empresa debe cumplir para cotizar (capitalización, rentabilidad, flotación libre), las obligaciones de divulgación de información (de forma periódica y en eventos relevantes) y los estándares de gobernanza corporativa requeridos.
- c) **El papel variable de los asesores designados.** Si bien en el Mercado de Inversión Alternativa (AIM) de Reino Unido se aplica ampliamente el modelo de Asesor Nominado (NOMAD) que requiere asesores o patrocinadores obligatorios, no es una práctica universal. Mercados como AIM, NewConnect (Polonia) y Bolsas y Mercados Españoles (BME) Growth obligan a las empresas a contratar un asesor para evaluar su idoneidad y guiarlas en el cumplimiento continuo. Sin embargo, mercados grandes como el Toronto Venture Exchange y los mercados de Pymes en China no adoptan este modelo, confiando más en la revisión directa de la bolsa o del regulador.
- d) **El reto universal de la liquidez.** La baja liquidez continúa siendo un desafío persistente y uno de los principales obstáculos para el éxito de los mercados de las Pymes. Las soluciones para abordar este problema varían desde la obligación de contar con creadores de mercado (como en NewConnect y BME Growth) hasta la implementación de sistemas de subasta para acciones con menor volumen de negociación. Sin embargo, a pesar de estos esfuerzos, la liquidez sigue siendo considerablemente menor que en los mercados principales.



- e) **La brecha en la cobertura de análisis.** Las Pymes que cotizan en bolsa suelen recibir poca o ninguna atención por parte de los analistas financieros, lo que reduce su visibilidad y atractivo para los inversores. Para reducir esta brecha, han surgido iniciativas como el proyecto *Lighthouse* en España, impulsado por BME y el Instituto Español de Analistas, y los programas de la Bolsa Nacional de Valores (NSE) en India, que ofrecen subsidios para la elaboración de informes de análisis para Pymes.

Estos temas generales ofrecen una perspectiva para evaluar las arquitecturas regulatorias específicas que se describen a continuación.

### 2.3.1.2. Análisis comparativo de requisitos regulatorios clave

Las diferencias leves en los requisitos regulatorios de cada mercado determinan su naturaleza y el equilibrio que desean lograr entre facilitar el acceso al capital para las Pymes y proteger a los inversionistas. El siguiente cuadro comparativo detalla los elementos clave de las jurisdicciones seleccionadas.

**Cuadro 1. Dimensiones clave de mercados de renta variable para Pymes**

País (mercado)	Requisitos de cotización y estructura	Obligaciones de divulgación	Gobernanza corporativa	Participantes obligatorios
Reino Unido (AIM)	<ul style="list-style-type: none"> <li>•No hay capitalización mínima ni historial de ganancias.</li> <li>•Permite acciones de voto múltiple.</li> <li>•No hay requisito mínimo de flotación libre, pero es un factor clave en la evaluación de la idoneidad del NOMAD.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Documento de admisión (si no hay oferta pública) o prospecto simplificado.</li> <li>•Informes anuales auditados (6 meses) y semestrales (3 meses).</li> <li>•Información sensible al precio (MAR).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Adhesión a un código de gobierno corporativo bajo el esquema "cumpla o explique" (ej. <i>UK Code</i>, <i>Alliance Code</i>).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Asesor nominado (NOMAD): Evalúa la idoneidad y supervisa el cumplimiento.</li> <li>•Corredor (Broker): Asesora en temas de mercado y negociación.</li> </ul>



<p><b>Polonia</b> (NewConnect)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Capital social mínimo de PLN 2 millones (~USD 500.000).</li> <li>•Al menos 1 año de operación.</li> <li>•Flotación libre de al menos 15% en manos de mínimo 25 accionistas.</li> <li>•Permite acciones de voto múltiple.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Documento de admisión o prospecto simplificado.</li> <li>•Informes anuales auditados, trimestrales (no auditados) y de eventos corrientes (MAR).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Cumplimiento del código <i>Best Practices of NewConnect</i> bajo el esquema "cumpla o explique".</li> <li>•Exige al menos dos miembros independientes en el consejo de supervisión.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•<b>Asesor autorizado:</b> similar al NOMAD. Contrato obligatorio por 3 años post-listado.</li> <li>•<b>Creador de mercado:</b> Obligatorio para todas las empresas.</li> </ul>
<p><b>España</b> (BME Growth / Scaleup)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•<b>BME Growth:</b> Flotación libre &gt; €2 millones en manos de al menos 20 accionistas minoritarios. Capitalización &lt; €1 billón. Si se supera este límite por 6 meses, es obligatorio migrar al mercado principal.</li> <li>•<b>BME Scaleup:</b> Sin requisito de flotación libre. Dirigido a etapas más tempranas.</li> <li>•Permite acciones de voto múltiple.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Documento de admisión (IDAM) o prospecto simplificado.</li> <li>•Informes anuales auditados y semestrales con revisión limitada.</li> <li>•Información privilegiada relevante (MAR).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•<b>BME Growth:</b> La administración debe estar a cargo de un consejo de administración. Se requiere un comité de auditoría si la empresa es de interés público.</li> <li>•<b>BME Scaleup:</b> Sin requisitos adicionales a la ley comercial.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•<b>Asesor registrado:</b> Obligatorio en ambos mercados.</li> <li>•<b>Proveedor de Liquidez:</b> Obligatorio en BME Growth. No es requerido en BME Scaleup.</li> </ul>



<p><b>Brasil</b> (Bovespa Mais)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Estructura similar al mercado principal.</li> <li>• Solo se permiten acciones ordinarias (voto simple).</li> <li>• Flotación libre mínima del 25% (a alcanzar en 7 años).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Prospecto (oferta pública) o ficha informativa (oferta restringida).</li> <li>• Informes anuales auditados y trimestrales revisados por auditor.</li> <li>• Formulario de referencia anual muy detallado.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Requisitos obligatorios: separación de roles de Presidente del Consejo y CEO, <i>tag-along</i> del 100%, 20% de directores independientes.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Intermediario de la oferta:</b> obligatorio para ofertas públicas. No hay figura de patrocinador continuo.</li> </ul>
<p><b>Chile</b> (ScaleX)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dirigido a empresas en expansión con componentes tecnológicos entre 100.000 y 1.000.000 unidades de fomento.</li> <li>• Permite Sociedades por Acciones, que pueden emitir acciones de voto múltiple.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Documento informativo (más simple que un prospecto).</li> <li>• Estados financieros anuales auditados.</li> <li>• Tres informes de terceros: negocio, debida diligencia y estructura organizacional</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• No impone requisitos de gobernanza adicionales a los del código de comercio.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Patrocinador:</b> Asegura que la empresa cumple los requisitos y la guía en sus obligaciones.</li> </ul>

Fuente: elaboración propia

Este análisis ilustra la variedad de enfoques regulatorios, que van desde modelos muy flexibles hasta otros con requisitos similares a los de los mercados principales.



### 2.3.1.3. Casos de éxito y desafíos de los modelos regulatorios

Además de los requisitos individuales, los mercados de Pymes pueden clasificarse en modelos cuya eficacia práctica proporciona enseñanzas útiles para el diseño de políticas.

**El modelo del asesor designado:** el estándar de oro y sus riesgos. Este modelo, conocido como "asesor nominado" (NOMAD) o "patrocinador", es el enfoque predominante, asignando a entidades privadas la tarea vital de seleccionar las empresas candidatas y supervisar su cumplimiento. Mercados como AIM, NewConnect y BME Growth emplean este sistema para alinear incentivos, ya que la reputación del asesor está en juego y también para disminuir la carga de supervisión directa de la bolsa.

Sin embargo, conlleva riesgos, como lo evidencian los escándalos en el AIM por negligencia de ciertos NOMADs. La lección clave es que delegar la supervisión a actores privados resulta eficiente, pero esta eficiencia solo es sostenible si el operador del mercado acepta y financia su papel como un robusto "supervisor de supervisores".

**El riesgo de la sobrerregulación.** El caso de Bovespa Mais en Brasil sirve como una advertencia sobre los peligros de una proporcionalidad mal calibrada. Al establecer requisitos de gobernanza corporativa casi tan estrictos como los del mercado principal (*Novo Mercado*), el segmento disuadió a las Pymes, que preferían ingresar directamente a los mercados premium si lograban cumplir esas condiciones.

El resultado fue un mercado con muy pocas empresas listadas. La lección para los reguladores es que la proporcionalidad debe ser auténtica, evitando que sea solo una versión reducida de los regímenes para grandes empresas, ya que esto podría generar un mercado sin una propuesta de valor definida.

**La segmentación como herramienta de precisión.** Una tendencia regulatoria más sofisticada consiste en segmentar el mercado para ajustar los requisitos según el perfil de riesgo y la madurez de cada empresa. En Polonia, NewConnect (NC) lo ilustra con sus segmentos: NC Base (nuevos listados), NC Focus (premium) y NC Alert (riesgo). De forma similar, BME en España cuenta con BME Growth para empresas en expansión y con BME Scaleup para etapas tempranas, con requisitos aún más flexibles.

Este enfoque posibilita que el mercado proporcione una trayectoria de crecimiento para las empresas y una señal de riesgo más clara para los inversionistas. La lección es que la segmentación actúa como una herramienta de política para refinar el equilibrio entre acceso y protección, en lugar de aplicar un enfoque único para todas las Pymes.

Concluido el análisis de los mercados de acciones, el enfoque se desplaza ahora al financiamiento mediante la deuda.



## 2.3.2. Mercados de Bonos para Pymes

### 2.3.2.1. Lecciones aprendidas de jurisdicciones seleccionadas sobre el financiamiento de deuda para Pymes

Los mercados de bonos para Pymes, conocidos como minibonos, se han vuelto una opción clave frente a la financiación bancaria tradicional, particularmente en situaciones donde el crédito es más restrictivo.

Aunque estos mercados se encuentran en una fase de desarrollo inicial en comparación con sus equivalentes de renta variable, las experiencias de países como Italia, Japón y Perú brindan enseñanzas importantes sobre cómo diseñar un ecosistema de deuda efectivo para las Pymes. Las lecciones clave extraídas de estas experiencias globales son:

- a) **La divulgación como factor crítico.** La simplificación de los requisitos de divulgación ha sido clave y varía según el tipo de inversor al que se dirige. Los regímenes para inversores minoristas exigen un prospecto simplificado y la aprobación del regulador, como el Mercado Alternativo de Valores (MAV) de Perú. En contraste, la necesidad de un prospecto formal puede reducirse significativamente en los mercados de inversores calificados, como en Italia y Japón.
- b) **El rol catalizador de las políticas públicas.** La intervención gubernamental ha sido un factor decisivo con incentivos fiscales y el uso de garantías de crédito, como en Italia y Japón. Estos paquetes de políticas integrales han demostrado ser catalizadores para aumentar tanto la emisión de bonos como el interés de los inversores.
- c) **El perfil de los emisores según el tamaño.** En la práctica, los principales usuarios de estos mercados no han sido las pequeñas empresas, sino las medianas. Estas son empresas consolidadas que buscan diversificar sus fuentes de financiamiento más allá de los bancos, mejorar sus condiciones de crédito y obtener plazos de pago más largos.
- d) **Los vehículos de inversión colectiva para atraer inversionistas institucionales.** Los fondos especializados y las estructuras de bonos canasta, que agrupan emisiones de varias Pymes, han sido fundamentales para atraer inversionistas, ya que permiten diversificar riesgos y delegar el monitoreo.
- e) **La digitalización como tendencia en auge.** La tecnología empieza a cambiar la forma en que se distribuyen y se accede a los minibonos. Por ejemplo, las plataformas de financiación colectiva (*crowdfunding*) en Italia ya pueden ofrecer minibonos directamente a inversores, lo que podría reducir costos y aumentar el número de inversores.



Estas lecciones demuestran que el éxito de un mercado de minibonos depende tanto de un marco regulatorio bien diseñado como de un ecosistema de apoyo proactivo.

### 2.3.2.2. Análisis Comparativo de Modelos de Emisión de Bonos

Los mercados de minibonos se clasifican según el público inversor al que están dirigidos, lo que influye principalmente en su estructura regulatoria. Unos mercados facilitan la participación de inversores minoristas bajo un régimen público, mientras que otros están limitados a inversores calificados mediante un régimen privado o exento.

**Cuadro 2. Dimensiones clave de mercados de bonos para Pymes**

País (Mercado)	Objetivo	Requisitos de Divulgación	Rol del Regulador Bolsa	Listado del Mercado Secundario
<b>Italia</b> (Euronext Access Milan)	Inversionistas profesionales.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Documento de admisión simplificado (no requiere aprobación del regulador).</li> <li>• Últimos dos estados financieros (solo el último auditado).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La bolsa (Euronext) establece las reglas del Sistema Multilateral de Negociación (MTF).</li> <li>• El regulador (Consob) interviene en reformas generales y <i>crowdfunding</i>.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• El listado no es obligatorio, pero es un requisito para obtener ciertos beneficios fiscales.</li> <li>• Mercado secundario con liquidez muy limitada.</li> </ul>
<b>España</b> Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF)	Exclusivamente inversores calificados.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Documento informativo de incorporación (no es un prospecto y no requiere aprobación del regulador).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La bolsa (BME) opera el mercado MARF como un MTF y establece sus reglas.</li> <li>• El regulador (Comisión Nacional Bancaria</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• El listado es el propósito del mercado.</li> <li>• Opera en la plataforma de negociación de renta fija de BME,</li> </ul>



		•Últimos dos años de estados financieros auditados.	y de Valores, CNBV) no registra el documento de admisión.	con liquidez entre profesionales.
<b>Japón</b>	Inversionistas institucionales calificados.	•Requisitos de divulgación mínimos o exentos, lo que reduce significativamente los costos de emisión.	•El régimen se basa en exenciones de la Ley de Valores para colocaciones privadas a inversores calificados.	•No hay un mercado secundario activo •Los bonos suelen mantenerse hasta el vencimiento.
<b>Perú (MAV)</b>	Inversionistas minoristas institucionales.	•Prospecto simplificado, aprobado por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) en un proceso de vía rápida (5 días). •Estados financieros anuales auditados y reportes semestrales (o trimestrales a elección).	•La SMV aprueba el prospecto y supervisa el cumplimiento. •La Bolsa de Valores de Lima opera el segmento MAV.	•El listado no es obligatorio, pero la mayoría de las emisiones se listan. •El mercado secundario opera en la misma plataforma que el mercado principal.

Fuente: elaboración propia

Como se observa, existen dos vías regulatorias claras: la de oferta pública proporcionada y la de colocación privada calificada, cada una con un equilibrio distinto entre acceso y protección.

### 2.3.2.3. Factores críticos de éxito del ecosistema de minibonos

La creación de un mercado de minibonos va más allá de redactar reglas de emisión. Es fundamental construir un ecosistema de apoyo integral que motive y alinee los incentivos de todos los participantes.



El impacto fundamental de los incentivos y el respaldo del Estado. Italia ejemplifica claramente cómo un paquete completo de apoyo gubernamental puede impulsar un mercado. En contraste con otros países, Italia adoptó varias medidas simultáneas: deducciones fiscales para emisores, beneficios tributarios para inversores, reformas para permitir la inversión de fondos de pensiones y aseguradoras, y, crucialmente, un fondo de garantía gestionado por el gobierno.

Esta estrategia de "empuje y atracción" fue fundamental para su éxito. La lección importante es que recurrir solo a regulaciones puede ser insuficiente: las acciones del Estado para reducir riesgos y alinear los incentivos económicos fueron imprescindibles para vencer la inercia del mercado.

Los beneficios para los emisores van más allá del financiamiento. Las Pymes en Italia, Japón y Perú han reportado ventajas que exceden la simple obtención de capital. Un beneficio destacado es la mejora en las condiciones de sus créditos bancarios futuros tras emitir un bono, ya que esto funciona como una señal fuerte de calidad crediticia y transparencia.

Además, los bonos proporcionan una fuente de financiamiento estable y a más largo plazo, lo cual ha resultado especialmente útil durante recesiones económicas. La enseñanza para los formuladores de políticas es que estos beneficios secundarios generan un ciclo virtuoso, haciendo que el mercado sea más atractivo para futuros emisores y consolidando el ecosistema financiero en su conjunto.

Este análisis del financiamiento de deuda concluye la revisión comparativa. La siguiente sección final sintetiza los hallazgos y propone consideraciones estratégicas para Colombia.

## **2.4 Antecedentes legales**

La Ley 1258 de 2008, mediante la cual se crea la sociedad por acciones simplificadas, en su artículo 4 establece la imposibilidad de este tipo societario de inscribir sus valores en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) en los siguientes términos: "IMPOSIBILIDAD DE NEGOCIAR VALORES EN EL MERCADO PÚBLICO. Las acciones y los demás valores que emita la sociedad por acciones simplificada no podrán inscribirse en el Registro Nacional de Valores y Emisores ni negociarse en bolsa."

Es así, como desde los inicios de la existencia de la sociedad por acciones simplificadas los métodos de financiación de este tipo de sociedades se han basado en los canales tradicionales del sector financiero o mecanismos que no implican la emisión de valores e inscripción de estos en el RNVE.

A raíz de la emergencia sanitaria por el COVID-19 se expidió el Decreto Legislativo 817 de 2020, proponiendo de forma temporal la autorización a las Sociedad por Acciones Simplificada para emitir deuda y tener otras fuentes de financiación, con algunas



limitaciones y condiciones propuestas en el articulado para que la autorización fuera viable. Esta medida terminó dos años después de expedido el decreto, por lo que en el año 2022 las SAS se vieron nuevamente inmersas en la prohibición de inscribir sus valores en el RNVE y participar en el mercado.

El más reciente intento de abrir la posibilidad a las SAS de ser emisores de valores fue a través de La ley 2294 de 2023 "Por la cual se expide el Plan Nacional de Desarrollo 2022-2026 "Colombia Potencia Mundial de la Vida", el cual dispuso en el artículo 261 la autorización para que las sociedades por acciones simplificadas puedan negociar sus valores en el mercado público de valores, de la siguiente forma:

"Artículo 261. Modifíquese el artículo 4 de la Ley 1258 de 2008, el cual quedará así:

"Artículo 4. Negociación de valores en el mercado público. La sociedad por acciones simplificada podrá ser emisor de valores, para lo cual podrá inscribir sus valores en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) y negociarlos en bolsas de valores, en los términos y condiciones que determine el Gobierno Nacional a través del Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Entre estas condiciones se considerarán aspectos relacionados con los estatutos y con el gobierno corporativo de este tipo de sociedades.""

La Corte Constitucional a través de la sentencia C-038 del 2025 declaró inexecutable el artículo 261 del Plan Nacional de Desarrollo, en ese sentido sigue vigente el artículo 4 de la Ley 1258 de 2008. Es así como hoy en día el marco normativo aplicable a las SAS sigue siendo prohibitivo en el sentido de inscribir sus valores en el RNVE.

Teniendo en cuenta este antecedente y la composición empresarial del país, la cual se destaca por tener en mayor participación las micro, pequeñas y medianas empresas, la Unidad de Regulación Financiera evaluó las diferentes alternativas y los mecanismos de financiación desintermediados para que el mercado de valores brinde a las Mipymes.

### **3. Propuesta normativa**

En la sección anterior se presentó un análisis local e internacional de la coyuntura de las micro, pequeñas y medianas empresas y la necesidad constante de desarrollar productos y servicios que permitan el acceso a nuevas fuentes de financiamiento para su originación y crecimiento.

En este contexto, se realizó un análisis de los diferentes instrumentos financieros que se negocian en el mercado de capitales colombiano, con el objetivo de desarrollar un producto especializado para la financiación de Mipymes y que sean de interés para los diferentes tipos de inversionistas.



La propuesta normativa establece un régimen especial de titularización para financiación de Mipymes, que se caracteriza por hacer énfasis en reglas particulares en materia de estructuración, revelación de información, mecanismos de protección de los inversionistas, calificación, revisión por parte de la SFC, entre otras, aspectos que serán presentados con mayor detalle a continuación:

### **3.1 Titularización de Mipymes**

La titularización de activos es un instrumento financiero definido en la regulación financiera local, que permite la transformación de activos caracterizados por su poca o nula liquidez, por parte de un emisor, en valores negociables en el mercado de capitales. Así las cosas, este vehículo permite que entidades o empresas puedan obtener recursos para desarrollar sus proyectos (forma de financiación alternativa a los canales tradicionales) y, de otra parte, se dinamiza y diversifica el mercado de capitales con nuevos papeles emitidos, los cuales pueden ser demandados por inversionistas profesionales o clientes inversionistas en el mercado primario, en el segundo mercado o ser negociados en el mercado secundario.

Debido a estas características de la titularización, la URF considera que es un vehículo idóneo para desarrollar una fuente alternativa de financiación para los activos de las micro, pequeñas y medianas empresas.

Así las cosas, la propuesta normativa adiciona el Título 12 al Libro 6 de la Parte 5 del Decreto 2555 de 2010, para habilitar procesos de titularización con activos subyacentes originados por micro, pequeñas y medianas empresas, definiendo como administradoras del proceso a las sociedades fiduciarias y a las sociedades titularizadoras de activos no hipotecarios.

En este sentido, la definición y establecimiento de este régimen especial, así como los ya establecidos<sup>5</sup>, permite que los procesos de titularización incorporen aspectos y características propias de los activos subyacentes, así como la promoción del desarrollo de determinados sectores de la economía, como la financiación de Mipymes.

Por lo anterior, y con el objetivo de facilitar el ingreso de las Mipymes al mercado de valores, se considera necesario establecer un proceso de emisión más sencillo y automático, menores requerimientos de información, flexibilidad en los requerimientos de gobierno corporativo y la existencia de mecanismos alternos de protección a los inversionistas, y calificación voluntaria, entre otros, con el objetivo que su estructuración sea menos costosa que los procesos tradicionales y que el cumplimiento regulatorio no sea una limitante para su estructuración y su posterior negociación en el mercado de valores.

---

<sup>5</sup> Las reglas generales de titularización, así como los regímenes especiales establecidos para activos tales como cartera de créditos, activos inmobiliarios, inmuebles, proyectos de construcción, obras de infraestructura, entre otros, se encuentran definidos en la parte 5 del Decreto 2555 de 2010.



Las ventajas de emplear la titularización de activos de Mipymes en lugar de otros instrumentos son:

- Como se ha señalado anteriormente, el marco normativo de los procesos de titularización tiene un régimen general, en el cual se establecen lineamientos claros sobre las reglas de los participantes del vehículo, así como de la infraestructura de mercado. Lo anterior facilita desarrollar la propuesta de titularizar activos de micro, pequeñas y medianas empresas dentro de dicha cadena de valor.
- Un elemento fundamental de la estructuración de procesos de titularización es la participación de las sociedades titularizadoras y las sociedades fiduciarias, entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia, quienes participan de manera activa en la administración y gestión del vehículo en su rol de administradores del proceso de estructuración de la titularización.
- Los valores que se emitan de la titularización de micro, pequeñas y medianas empresas pueden ser de renta fija, variable o mixta, luego este tipo de valor es más flexible que otros instrumentos alternativos como los bonos.
- La propuesta regulatoria utiliza las dos modalidades tradicionales de estructuración de titularizaciones, esto es a través de universalidades administradas por parte de las sociedades titularizadoras de activos no hipotecarios y mediante patrimonios autónomos administrados por las sociedades fiduciarias. Estos dos mecanismos garantizan que los activos titularizados se encuentren segregados de los activos de las sociedades administradoras.
- En cuanto a los activos sujetos a ser titularizados, se siguen los lineamientos actuales de titularización de flujos futuros y se añaden condiciones particulares a este tipo de activos, buscando que los mismos sean ciertos y que se pueda garantizar el pago a los inversionistas de los valores.

La propuesta establece que los activos subyacentes originados por las micro, pequeñas o medianas empresas corresponden a cualquier derecho de contenido económico que les permita a esas empresas exigir el pago de una suma de dinero a un tercero, como consecuencia del desarrollo de su objeto social.

Estos activos subyacentes deberán ser ciertos o determinables y generar obligaciones de pago a favor de la micro, mediana y pequeña empresa originadora, actuales o futuras, individualizables y susceptibles de ser cedidas o transferidas a la universalidad o patrimonio autónomo correspondiente, de conformidad con la ley.

Como se ha mencionado, la propuesta establece un régimen especial de titularización y en esa medida, no se proponen ajustes a la regulación aplicable a las infraestructuras del



mercado de capitales, tales como el depósito de valores, los sistemas de negociación, la compensación y liquidación de valores, las calificadoras, los intermediarios y demás agentes del mercado, así como que se mantienen las normas de asesoría generales para el acceso a este tipo de productos.

Las reglas especiales se establecerán en aspectos tales como: a) la calificación de los títulos será voluntaria, b) los sistemas de negociación fijarán requisitos para el listamiento de los títulos entre los cuales se establecerán razones financieras e indicadores que serán calculados y divulgados por ellos para la toma de decisiones de los inversionistas, c) la utilización de la figura del representante legal títulos será voluntaria, d) se establece la autorización de inscripción automática de los títulos e) se señalan normas particulares para el suministro de información periódica y relevante y f) definición por parte del administrador de mecanismos de cobertura y garantías.

### 3.2 Definición de micro, pequeñas y medianas empresas

Uno de los elementos fundamentales de la propuesta es la definición del ámbito de aplicación del régimen especial, esto es la determinación de las micro, pequeñas y medianas que van a poder financiarse a través de la titularización de activos subyacentes antes mencionados.

Sobre el particular es importante señalar que la Ley le ha dado competencias al Ministerio de Comercio, Industria y Turismo para su determinación, y que dicha autoridad ha definido como criterio de definición de tamaño de empresas los ingresos por actividades ordinarias de las empresas<sup>6</sup>.

De acuerdo con dicho criterio se establece una definición de tamaño de empresa, teniendo en consideración el sector económico en el cual la empresa desarrolle su actividad, en los siguientes términos:

**Cuadro 3. Definición de Pymes según ingresos**

Tamaño de empresa	Micro	Pequeña	Mediana
Manufacturero	Inferior o igual a 23.563 Unidades de Valor Tributario (UVT).	Superior a 23.563 UVT e inferior o igual a 204.995 UVT.	Superior a 204.995 UVT e inferior o igual a 1'736.565 UVT.
Servicios	Inferior o igual a 32.988 UVT.	Superior a 32.988 UVT e inferior o igual a 131.951 UVT.	Superior a 131.951 UVT e inferior o igual a 483.034 UVT.

<sup>6</sup> Artículo 2.2.1.13.2.2. del Decreto 1074 de 2015.



Comercio	Inferior o igual a 44.769 UVT.	Superior a 44.769 e inferior o igual a 431.196 UVT.	Superior a 431.196 UVT e inferior o igual a 2'160.692 UVT.
----------	--------------------------------	---	--

Fuente: Decreto 1074 de 2015

Debido a la existencia de dicha clasificación y su uso para los fines definidos por el Ministerio de Comercio, Industria y Turismo, la propuesta de decreto se construye referenciado dicha clasificación, esto es el artículo 2.2.1.13.2.2. del Decreto 1074 de 2015.

### 3.3 Emisión, prospecto, reglamento e información

El proyecto de decreto dispone que los procesos de titularización de activos originados por Mipymes deben contar con un reglamento de emisión y colocación, en el cual se definan las condiciones aplicables a cada emisión individual, independientemente de si estas se estructuran a través de universalidades o patrimonios autónomos. Dicho reglamento constituye el instrumento central para el funcionamiento integral del proceso, al precisar la estructura de la emisión, las relaciones entre los participantes, los criterios de distribución de los flujos y los mecanismos de cobertura o garantías, así como la información que para cada caso se considera relevante, conforme a los artículos 5.6.12.3.1 y 5.6.12.3.2 del proyecto.

En materia de revelación de la información, se establece la obligación de elaborar un prospecto de información simplificado, utilizando el formato electrónico que para el efecto defina la Superintendencia Financiera de Colombia. Su contenido se limita a la información esencial que el inversionista requiere para comprender la naturaleza, estructura, características, condiciones y riesgos de la emisión según el criterio del estructurador, incluyendo aquella exigida por los sistemas de negociación para la inscripción de los títulos, de acuerdo con el artículo 5.6.12.2.14. del proyecto de decreto

Adicionalmente, se incorpora un régimen especial de información al mercado. Antes de la suscripción, el emisor debe suministrar toda la información necesaria para la comprensión completa de la operación y de los valores ofrecidos. Durante la vigencia de la emisión, la administradora del proceso deberá mantener disponible, de manera simultánea y permanente: (i) el prospecto de información simplificado; (ii) el reglamento de emisión y colocación; (iii) un reporte mensual por universalidad o patrimonio autónomo con información sobre el comportamiento de la emisión, riesgos asociados, razones financieras e indicadores de negocio; y (iv) toda información adicional que resulte necesaria para ilustrar al inversionista respecto de la estructura, desarrollo y riesgos de la emisión y del servicio de administración y recaudo, en los términos del artículo 5.6.12.3.1.

Finalmente, en cuanto al régimen de información relevante, el proyecto determina que el propio prospecto simplificado identificará los hechos y situaciones que deban ser reportados como información relevante, reemplazando así el régimen general del Capítulo 3 del Título 4 del Libro 2 de la Parte 2 del Decreto 2555 de 2010, el cual no será aplicable. Durante la



vigencia de cada emisión, deberá divulgarse de manera clara y oportuna cualquier evento que (i) afecte materialmente el proceso de emisión, (ii) suponga un incumplimiento material por parte del administrador de los activos, o (iii) genere un cambio material en los riesgos de la emisión, aplicando el criterio de materialidad previsto en el artículo 5.2.4.1.2 del mencionado decreto, conforme al nuevo artículo 5.6.11.3.3.

### **3.4 Administrador del proceso de titularización**

Otro de los elementos a destacar del proyecto de decreto es que el proceso de titularización cuenta con diferentes participantes para la consecución de sus objetivos, respondiendo a las necesidades y a la estructura que se haya realizado para la titularización. Uno de los principales participantes de este mecanismo son las sociedades titularizadoras de activos no hipotecarios y las sociedades fiduciarias, que son aquellas que están autorizadas para asumir el rol de administrador del proceso de titularización, en los términos de lo dispuesto en el artículo 5.6.11.2.1 del Decreto 2555 de 2010.

Al ser entidades del sistema financiero y vigiladas por la SFC, en su calidad de administradoras del proceso de titularización, generan confianza en la estructuración del mecanismo de financiación y en la emisión de los títulos para ser negociados en el mercado principal o segundo mercado.

En ese sentido, el administrador del proceso de qué trata el decreto está obligado a velar por el proceso de titularización, desde la construcción del reglamento de emisión y colocación según las necesidades de las micro, pequeñas y medianas empresas que trasladen los activos subyacentes de la titularización, su cabal cumplimiento durante la vigencia del proceso, propender por el ejercicio de los derechos que ostentan los tenedores de títulos y todos aquellos derechos derivados del proceso y que sean exigibles en el marco de la titularización.

Así mismo, de conformidad con la licencia de las sociedades titularizadoras de activos no hipotecarios y de las sociedades fiduciarias, les compete en calidad de administradoras del proceso de titularización, administrar la universalidad o el patrimonio autónomo que corresponda al proceso de titularización. En ese sentido, también es obligación, en su calidad de administrador del proceso, adelantar la defensa judicial o cualquiera que sea necesaria para la salvaguarda de los activos subyacentes que conforman la universalidad o el patrimonio autónomo, y con ello, los derechos de los tenedores de títulos y cualquier derecho que se deriva del proceso de titularización.

Considerando que la creación de universalidades o de patrimonios autónomos implica la segregación de los activos subyacentes, es decir que conforman un patrimonio independiente al de las sociedades titularizadoras de conformidad con el artículo 2.21.2.1.3 del Decreto 2555 de 2010 y de las sociedades fiduciarias de conformidad el numeral 2) del artículo 1234 del Decreto 410 de 1971, éstas sociedades no responden con su patrimonio por el desarrollo del proceso de titularización, la emisión de títulos y su negociación en el



mercado principal o el segundo mercado. En ese sentido, únicamente la universalidad o el patrimonio autónomo con el flujo de caja de los activos subyacentes responde por el pago de los títulos.

### **3.5 Administrador de activos subyacentes**

En adición a la participación del administrador del proceso, la titularización deberá contar para su adecuado desarrollo con un administrador de los activos subyacentes, cuyas obligaciones son equivalentes a las establecidas en el artículo 5.6.11.2.2 del Decreto 2555 de 2010.

La sociedad titularizadora y la sociedad fiduciaria en su calidad de administrador del proceso de titularización expuesto en el punto anterior 3.4 de este documento técnico, es la encargada de seleccionar a quien asuma el rol del administrador de los activos subyacentes. Este rol lo podrá asumir el originador de los activos titularizados, es decir la micro, pequeña o mediana empresa, o un tercero que sea designado.

Adicionalmente, la sociedad titularizadora o la sociedad fiduciaria que fungen como administradoras del proceso, también podrán asumir, si lo consideran adecuado, la calidad de administradoras de los activos subyacentes. En este escenario, la sociedad que asuma el rol, deberá cumplir tanto con las obligaciones de ser administradora del proceso, como con las obligaciones correspondientes a ser administradora de los activos subyacentes.

El administrador de los activos subyacentes debe velar por la conservación, la guarda y la administración de los activos objeto de titularización. Así mismo, deberá gestionar el recaudo, transferencia, generación y reporte de información relacionada con los flujos provenientes de los activos que conforman la universalidad o el patrimonio autónomo, además de las obligaciones que contractualmente sean pactadas y el reglamento de emisión y colocación establezca.

Para efectos del contrato de administración de los activos subyacentes, la propuesta normativa incluye 6 puntos que se consideran necesarios en aras de promover el régimen especial de titularización para micro, pequeñas y medianas empresas. Estos 6 puntos versan sobre requisitos para desarrollar el rol de administrador, remuneración, obligaciones del administrador respecto de la guarda de los activos subyacentes teniendo en cuenta la naturaleza y características particulares de los activos a administrar, el régimen de la responsabilidad que asume el administrador en la gestión de los activos, incluyendo las garantías para el ejercicio de sus funciones, y finalmente el contrato debe contener las reglas de las causales de terminación o de reemplazo del administrador, así como las reglas aplicables a la cesión del contrato de administración.



### 3.6 Funciones de promoción

Las sociedades titularizadoras de activos no hipotecarios y las sociedades fiduciarias pueden ejercer la función de promoción, ellas mismas o un tercero contratado por quienes éstas designen para tal fin. Esta función tiene como objetivo apoyar y facilitar la participación de las micro, pequeñas y medianas empresas en los procesos de titularización como una fuente de financiación para su crecimiento y desarrollo.

En ejercicio de las funciones de promoción, la sociedad titularizadora, la sociedad fiduciaria o el tercero contratado por éstas para desarrollar el rol, evaluará si la micro, pequeña o mediana empresa cumple con las condiciones adecuadas para ingresar al mercado de valores, diseñará un plan de ajuste en caso que la empresa necesite mejorar su situación para ser viable su entrada al mercado, y prestar el apoyo que necesitan las empresas para el cabal cumplimiento de las obligaciones que implica estar en el mercado de valores.

Cuando la propuesta regulatoria establece la posibilidad de contratar a un tercero para ejercer la función de promoción en los procesos de titularización para micro, pequeñas y medianas empresas, se considera viable que sea un rol que ejerzan firmas legales y contables de conformidad con la experiencia internacional<sup>7</sup>.

Ahora bien, debido a la flexibilidad de la propuesta regulatoria, en aras de responder a las necesidades de las micro, pequeñas y medianas empresas ante la posibilidad de acceder al mercado de valores, no se contempla la función del promotor como un participante obligatorio previo a la estructuración de la titularización. Esto responde a que en el proceso de titularización participan un administrador del proceso y un administrador de los activos subyacentes, que brindan confianza y seguridad no sólo al originador de los activos, sino también a la estructuración de la titularización, a los inversionistas y al mercado en general.

### 3.7 Inversionistas

El segundo mercado se diferencia del mercado principal en la medida en que únicamente inversionistas calificados participan en dicho mercado, considerando su experiencia en calidad de inversionistas y como respuesta a la información diferenciada que los emisores proporcionan.

Teniendo en cuenta la flexibilidad del régimen que se propone en el proyecto de decreto y que éste contempla permitir la participación de clientes inversionistas, no resulta viable utilizar esas mismas reglas para efectuar emisiones en el segundo mercado. En caso de pretender trasladar títulos del mercado principal al segundo mercado, se hace entonces

---

<sup>7</sup> Ana Carvajal y Raphael Giovanini. World Bank. Technical Note. SME Markets in Selected Jurisdictions. January 2025. Esa nota se basa en una publicación anterior del Banco Mundial. Capital Markets and SME Financing in Emerging Markets and Developing Economies: Can they go the distance?



necesario cumplir con las disposiciones previstas en el artículo 5.2.3.1.3 del Decreto 2555 de 2010, que exige realizar una oferta de compra dirigida a los tenedores de los títulos que se buscan trasladar y que no ostenten la calidad de inversionista calificado.

Lo anterior implica que para la negociación de los títulos en el segundo mercado las emisiones deberán estructurarse y adelantarse bajo las reglas propias del segundo mercado, por lo que no sería procedente aplicar el régimen especial que se propone en el proyecto de decreto, cuyas disposiciones han sido diseñadas para la negociación de los títulos en el mercado principal.

### **3.8 Inscripción automática**

En aras de dar cumplimiento a la flexibilidad regulatoria que se propone a través del proyecto de decreto, teniendo en cuenta que los administradores del proceso de titularización son emisores recurrentes del mercado y con el objetivo de facilitar el desarrollo del proceso de titularización, los títulos emitidos con activos subyacentes originados por Mipymes son objeto de inscripción automática en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE), con el cumplimiento previo de la obligación de remitir al RNVE los documentos de que trata el artículo 5.2.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010.

Es decir que el administrador del proceso de la titularización, deberá remitir al RNVE entre otros, el formulario de inscripción, el reglamento de emisión y colocación, el prospecto de información simplificado, el certificado de existencia y representación legal, los documentos relativos a las garantías y los demás documentos de que trata el artículo mencionado.

Debido a que la inscripción de los títulos emitidos es automática, la Superintendencia Financiera de Colombia tiene la facultad por disposición de la propuesta regulatoria, de revisar los documentos en cualquier tiempo, para requerir los ajustes que considere necesarios.

### **3.9 Colocación de títulos**

En materia de colocación de los títulos, el proyecto incorpora un esquema especial aplicable a las emisiones derivadas de procesos de titularización con activos subyacentes originados por micro, pequeñas y medianas empresas, al permitir su negociación en el mercado principal o en el segundo mercado y, en caso de traslado del principal al segundo. La oferta de los títulos se apoya en un régimen de revelación ex ante simplificado, pues exige que, previamente a la suscripción, el administrador del proceso suministre al inversionista la información necesaria y mantenga disponible de forma permanente, entre otros, el prospecto de información simplificado y el reglamento de emisión y colocación, reforzando la transparencia y comparabilidad para el inversionista durante la colocación y a lo largo de la vida de la emisión.



Adicionalmente, se define expresamente que el plazo de colocación y la vigencia de la oferta serán los que determine el emisor en el aviso de oferta, lo que otorga flexibilidad operativa para adaptar la distribución a la naturaleza del activo subyacente y a la demanda del mercado, manteniendo la trazabilidad de las condiciones de oferta.

### **3.10 Calificación**

En lo que respecta a la calificación de riesgo de la emisión, el proyecto de decreto establece un tratamiento diferenciado para los títulos derivados de procesos de titularización con activos subyacentes originados por Mipymes, al precisar que la calificación resulta voluntaria.

De ser la emisión calificada, el proyecto armoniza la regulación especial de estas emisiones con las disposiciones generales sobre calificación, preservando el principio de revelación suficiente y la adecuada gestión del riesgo en el mercado de valores.

Este ajuste normativo genera un doble efecto positivo: por una parte, fortalece la confianza del mercado al mantener la calificación como mecanismo técnico de evaluación independiente del riesgo crediticio y que puede acrecentar el apetito de los inversionistas por estos títulos y, por otra, evita imponer cargas desproporcionadas a emisiones de menor escala o dirigidas a inversionistas con mayor capacidad de análisis, lo que contribuye a reducir costos de estructuración y a facilitar el acceso de las Mipymes al financiamiento a través del mercado de valores.

Adicionalmente, el proyecto de decreto contempla la posibilidad para que los proveedores de precios para valoración autorizados por la SFC, desarrollen un producto complementario a la calificación relativo al cálculo de razones financieras e indicadores de negocio, con base en metodologías especiales que consideren las particularidades de las Mipymes, para ser utilizadas en el proceso de titularización.

Así mismo, el proyecto de decreto habilita la posibilidad para que las sociedades administradoras de sistemas de negociación y registro de valores puedan establecer en sus reglamentos requisitos especiales para la inscripción de los valores emitidos en los procesos de titularización de activos subyacentes originados por Mipymes relacionados con razones financieras e indicadores de negocio que se consideren pertinentes para la inscripción de la respectiva emisión.

### **3.11 Liquidez del mercado secundario**

En relación con la liquidez de los títulos en el mercado secundario, el proyecto de decreto fortalece las condiciones para su negociación posterior al permitir su inscripción y circulación tanto en el mercado principal como en el segundo mercado, de conformidad con las reglas previstas en el Decreto 2555 de 2010.



Esta habilitación amplía el universo potencial de inversionistas y facilita la transferencia de los valores una vez colocados, contribuyendo a la formación de precios y a la reducción de costos de transacción. Así mismo, el esquema de revelación permanente de información, incluyendo la disponibilidad continua del prospecto simplificado, el reglamento de emisión y la información financiera y operativa del proceso, incide positivamente en la transparencia y, por ende, en la profundidad del mercado secundario.

No obstante, debe precisarse que la liquidez de los títulos dependerá fundamentalmente del apetito que los inversionistas tengan para su adquisición en el mercado secundario. En consecuencia, el mayor o menor interés para la compra estará determinado por variables propias de la dinámica financiera y de mercado, tales como el comportamiento histórico de los activos subyacentes, la rentabilidad esperada y el perfil de riesgo de la emisión, aspectos sobre los cuales la regulación no tiene incidencia directa. En este contexto, es previsible que la comercialización de estos títulos pueda ser menor en comparación con otros valores con mayor trayectoria o volumen de negociación.

Frente a esta circunstancia, la utilización de formadores de liquidez constituye una herramienta idónea para contribuir al dinamismo del mercado secundario, en la medida en que favorece la presencia permanente de posturas de compra y venta y reduce los diferenciales de precios. La regulación vigente ya permite que sobre estos títulos actúen formadores de liquidez conforme al régimen establecido en el Decreto 2555 de 2010, el cual fue recientemente modificado por el Decreto 1239 de 2024.

Así, la experiencia internacional sugiere que no resulta conveniente imponer la utilización obligatoria de esta figura, dado que su pertinencia depende de las características específicas de cada emisión y de las condiciones de mercado. En consecuencia, para las titularizaciones que se estructuran bajo el régimen especial propuesto, debería aplicarse el marco regulatorio general de los formadores de liquidez antes referido, de manera que el estructurador del proceso pueda implementar este esquema cuando lo considere apropiado para el éxito de la respectiva emisión.

### **3.12 Programas de emisión y acrecentamiento**

En relación con los programas de emisión y el mecanismo de acrecentamiento, el proyecto de decreto incorpora disposiciones específicas orientadas a dotar de mayor flexibilidad y eficiencia a las emisiones derivadas de procesos de titularización con activos subyacentes originados por Mipymes, armonizándolas con el régimen general previsto en el Decreto 2555 de 2010 sobre programas de emisión y colocación de valores.

En particular, se prevé la posibilidad de estructurar programas de emisión, en virtud de los cuales el patrimonio autónomo o la universalidad podrá realizar varias emisiones sucesivas con cargo a un mismo esquema general previamente aprobado, siempre que se respeten el monto global autorizado, las condiciones esenciales definidas en el reglamento y los parámetros de información establecidos para cada colocación. Este esquema permite



optimizar tiempos y costos de estructuración, al evitar la necesidad de surtir un trámite completo de autorización para cada emisión individual, sin detrimento de la obligación de revelar de manera clara las condiciones particulares de cada serie o subserie que se ofrezca al mercado.

Así mismo, el proyecto contempla la figura del acrecentamiento, entendida como la posibilidad de ampliar el monto inicialmente previsto para una determinada emisión o serie, cuando la demanda del mercado así lo justifique y dentro de los límites del programa aprobado. Esta herramienta se sujeta a la actualización de la información relevante en el aviso de oferta y en los mecanismos de revelación correspondientes, garantizando que los inversionistas cuenten con información suficiente respecto del nuevo monto y sus implicaciones en la estructura financiera del proceso.

### **3.13 Mecanismos de atención a los inversionistas**

Como se ha señalado de manera previa, el establecimiento de un régimen especial de titularización para la financiación de Mipymes permite la flexibilización de una serie de requisitos para la constitución y desarrollo del mecanismo. Sin embargo, dicha flexibilización debe estar acompañada de una adecuada protección de los inversionistas, y en este sentido, la propuesta incorpora una serie de medidas alternativas de protección relacionadas con suministro de información, la aplicación de las reglas de la actividad de asesoría, la revelación de indicadores y razones financieras de las emisiones, la participación en la estructuración de los vehículos de entidades profesionales y vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia y dos elementos relativos a las reglas de los representantes de tenedores de títulos y las asambleas de tenedores de títulos.

#### **3.13.1 Representante de tenedores de títulos**

La figura del representante legal de los tenedores de los títulos de procesos de titularización de activos no hipotecarios se encuentra establecida en el artículo 5.6.11.2.3 del Decreto 2555 de 2010, en el cual se establece dos condiciones para las entidades que lo realizan: la primera se relaciona con que debe ser desarrollado por entidades técnica y administrativamente idóneas que tengan capacidad legal para ejercer la representación legal de tenedores de valores; la segunda, es que el representante de tenedores de títulos deberá ser independiente del emisor y consecuentemente no podrá existir ninguna relación de subordinación entre ellos.

Dicho artículo establece que el representante legal de tenedores de títulos debe cumplir tres funciones principales:

1. Ejercer la representación judicial de los tenedores de títulos;
2. Intervenir con voz, pero sin voto, en todas las reuniones de la asamblea de accionistas de la sociedad emisora, así como convocar y presidir la asamblea de tenedores de títulos;



3. Informar a los tenedores de títulos, a la mayor brevedad posible, sobre cualquier incumplimiento de las obligaciones de la sociedad emisora, del administrador de la emisión o de los demás agentes que participan en la emisión.

Como se mencionó de manera previa, el establecimiento de un régimen especial para las titularizaciones de Mipymes tiene como elemento central la flexibilización de requisitos, dentro de los cuales se considera posible que está figura, representante de tenedores de títulos, no sea obligatoria sino voluntaria. En este segundo caso, se considera importante que la sociedad administradora del proceso de titularización informe esta situación de manera transparente y oportuna a los potenciales inversionistas de la correspondiente emisión.

Para cumplir con las funciones señaladas anteriormente, se considera que los inversionistas pueden ejercerlas de manera directa ante el emisor o que en el proceso de estructuración se puede contratar a un tercero, interventor o supervisor, que tenga por finalidad revisar si los participantes están cumpliendo con sus obligaciones, así como validar la información relativa al comportamiento de los activos subyacentes, en este sentido debe contar con conocimiento y experiencia en la gestión de los mismos.

En conclusión, la propuesta flexibiliza la exigencia de contar con un representante de tenedores de títulos, la utilización de este mecanismo pasa a ser voluntaria, permitiendo que en la estructuración se defina o no su utilización. En el caso que no se establezca, los inversionistas pueden representarse en la asamblea de inversionistas o contratar un tercero experto para el análisis de información de los activos subyacentes.

### **3.13.2 Asamblea de tenedores de títulos**

Como bien se ha mencionado, un elemento fundamental en el desarrollo de la titularización de Mipymes, es la participación de entidades profesionales en la gestión de este tipo de vehículos y que son vigiladas por la SFC. Estas entidades tienen un papel fundamental en la estructuración de los procesos de titularización y en esa medida, se puede acotar las funciones de la asamblea de tenedores de títulos a aspectos que tengan como consecuencia un incremento de los riesgos del vehículo.

En este contexto, la asamblea de tenedores de títulos deberá reunirse para tomar decisiones sobre: (i) modificar los términos y condiciones para el pago de los títulos, (ii) cambios en la estructura de administración de los activos subyacentes que puedan afectar el flujo de caja que soporta el proceso de emisión y (iii) acuerdos de transacción u otorgamiento de autorizaciones al originador de los activos subyacentes que afecten el funcionamiento del proceso de titularización.



### 3.14 Otros elementos de la propuesta

- **Transferencia de activos**

En la estructuración de la titularización de activos de las Mipymes aplica lo dispuesto en el artículo 72 de la Ley 1328 de 2009 y que se desarrolló en el artículo 5.6.11.1.2. del Decreto 2555 de 2010, en el cual se establece que: *"la transferencia de activos no hipotecarios y sus garantías, o de los documentos que soporten las obligaciones que dan origen a tales activos, que se realice en desarrollo de procesos de titularización de activos no hipotecarios, no producirá efectos de novación y se entenderá perfeccionada exclusivamente con la transferencia del título representativo del derecho sobre el activo o mediante la cesión del contrato que le da origen."*

- **Mecanismos de cobertura y garantías**

La estructuración de procesos de titularización incluye la definición de unos mecanismos de cobertura asociados con un valor por encima de los flujos de caja que respaldan el vehículo, así como la existencia de garantías o colaterales internos o externos que respalden los pagos en caso de incumplimiento de los flujos que conforman la titularización.

La propuesta regulatoria dispone que no se debe fijar en el proyecto de decreto los parámetros técnicos que permitan establecer los potenciales flujos de caja y recursos adicionales, así como tampoco exigir mecanismos de seguridad internos y externos. En este contexto, la propuesta de decreto señala que sean los administradores del proceso de titularización, quienes determinen los esquemas de coberturas y la necesidad de contar con garantías adicionales que promuevan una seguridad adicional a los posibles inversionistas del vehículo. Estas entidades tienen incentivos reputacionales para que la estructuración de sus vehículos sea adecuada a las necesidades de los inversionistas y del mercado, así como la definición de estos mecanismos de seguridad que mitiguen el riesgo de incumplimiento.



## Bibliografía

- ANIF y ASOFIDUCIARIAS (2024). Mercado de Capitales: un aliado poco explorado, pero con gran potencial para la micro, pequeñas y medianas empresas. <https://www.asofiduciaras.org.co/wp-content/uploads/2024/11/Estudio-ANIF.pdf>
- Carvajal, A. (2020) et al. *Capital Markets and SME Financing in Emerging Markets and Developing Economies: Can they go the distance?* <https://documents1.worldbank.org/curated/en/270221582271669731/pdf/Capital-Markets-and-SMEs-in-Emerging-Markets-and-Developing-Economies-Can-They-Go-the-Distance.pdf>
- Carvajal, A. (2024) et al. Boosting SME Finance for Growth. The Case for More Effective Support Policies. <http://documents.worldbank.org/curated/en/099092724122562655>
- Carvajal, A. (2025) et al. *SME Markets in Selected Jurisdictions. January 2025. World Bank. Technical Note.* Nota no publicada.
- Decreto 1074 de 2015 Sector Comercio, Industria y Turismo. <https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=76608>
- International Finance Corporation (2025). *MSME Finance Gap Report.* <https://www.smefinanceforum.org/data-sites/msme-finance-gap>
- International Organization of Securities Commissions (2015). *SME financing through capital markets. Final Report.* <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/ioscopd493.pdf>
- Ministerio de Comercio, Industria y Turismo (2025). Informe sobre el Tejido Empresarial de agosto 2025. <https://www.mincit.gov.co/estudios-economicos/estadisticas-e-informes/informes-de-tejido-empresarial>
- Plan Nacional de Desarrollo 2022- 2026 "Colombia potencia mundial de la vida". <https://www.dnp.gov.co/plan-nacional-desarrollo/pnd-2022-2026>
- Restrepo, J. (2025) Régimen especial de titularización para activos subyacentes originados por Mipymes. Documento no publicado.
- The World Bank, International Monetary Fund, and OECD (2015). *Capital market instruments to mobilize institutional investors to infrastructure and SME financing in emerging market economies. Report for the G20.* <https://documents1.worldbank.org/curated/en/192061468179954327/pdf/101512-WP-Box393264B-PUBLIC-submission-to-G20.pdf>