

DOCUMENTO TÉCNICO

Mecanismos de viabilización de oferta de valores

Mariana Aya, Alexander Guerrero, Daniel Mendez y Diana Mesa^a

Ana María Prieto^b

a. Asesores

b. Subdirectora Desarrollo de Mercados

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

Resumen

En desarrollo de los objetivos estructurales, en los últimos años el Gobierno Nacional ha impulsado 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 y así nutrir la curva de financiación con posibilidades para el empresariado colombiano en cada una de las etapas de crecimiento, particularmente en la coyuntura económica generada por la pandemia del COVID-19.

El presente documento analiza la evolución de las condiciones de emisión, así como de estructuración de fondos de inversión colectiva, fondos de capital privado 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 23 de junio de 2020

Contenido

1. Introducción
2. Emisiones de pequeñas y medianas empresas
3. Requisitos particulares en la actividad de financiación colaborativa
4. Condiciones de emisión en el mercado de valores
5. Condiciones de participación en fondos de inversión colectiva
6. Límite por emisión para inversionistas institucionales
7. Condiciones para vinculación digital a productos del mercado de valores
8. Garantías en operaciones que se compensen y liquiden a través de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte
9. Mecanismos y operaciones Fogacol
10. Impacto esperado
11. Bibliografía

1. INTRODUCCIÓN

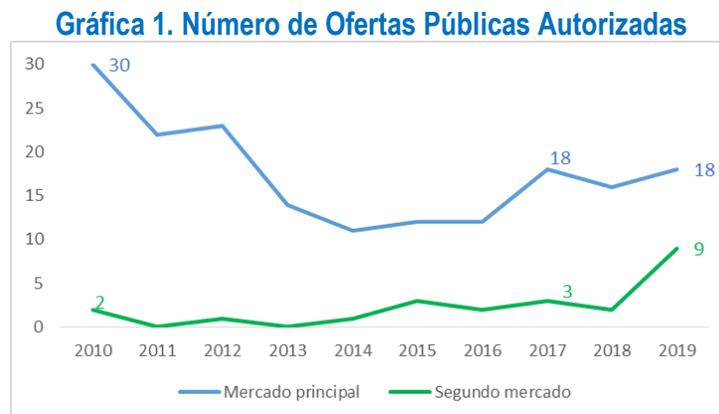
El Gobierno Nacional tiene dentro de sus objetivos estructurales contribuir al desarrollo del mercado de capitales, como un complemento natural del sistema financiero. Un mercado de capitales eficiente, profundo y desarrollado tiene una relación directa con el crecimiento económico, la inversión, el desarrollo de la economía y el emprendimiento; también 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, permitiendo 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, demanda e infraestructura del mercado. Sin perjuicio de lo anterior, en el año 2019 se adelantó la Misión del Mercado de Capitales, la cual tuvo como objetivo realizar un diagnóstico del estado actual del mercado y elaborar recomendaciones para dinamizarlo.

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”*.

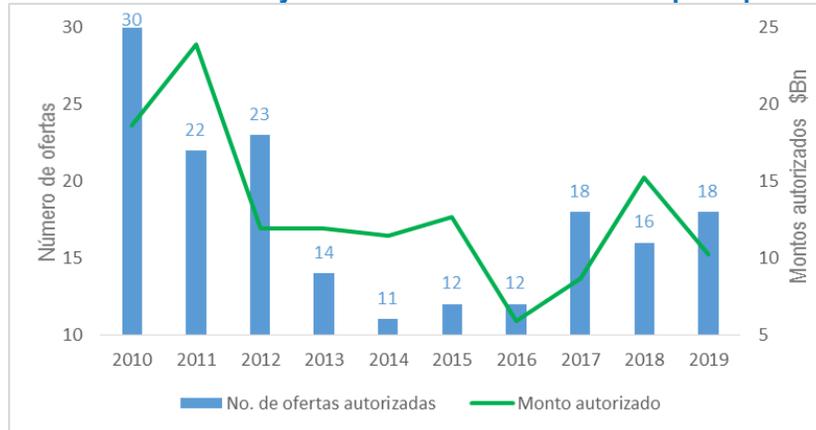
Sin perjuicio de lo anterior, en el año 2019 se observa un cambio de tendencia, en la medida que se autorizaron 27 ofertas públicas, en papeles tales como: bonos, titularizaciones, papeles comerciales y acciones, ofertas que se han colocado tanto en el mercado principal como en el segundo mercado.



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.

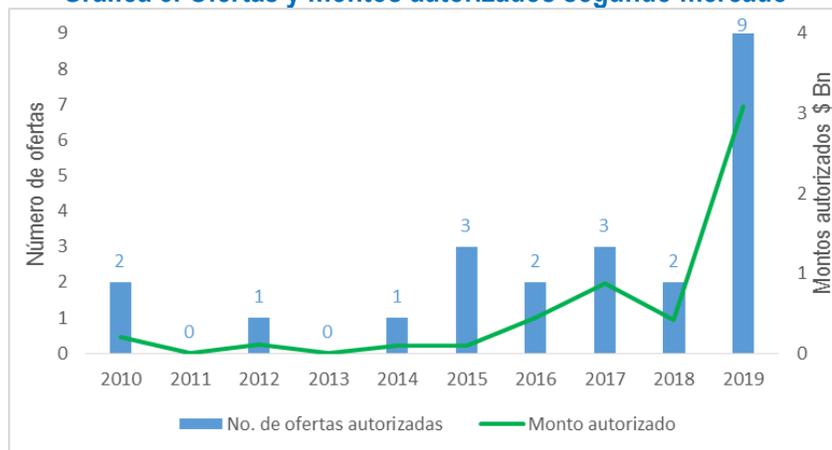
Gráfica 2. Ofertas y montos autorizados mercado principal



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 fueron 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 y la emisión de bonos de riesgo en el segundo mercado, 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 una vez evaluados los comentarios e inquietudes recibidos en la etapa abierta a comentarios del público (surtida entre el 29 de abril y el 21 de mayo de 2020).

2. Emisiones de pequeñas y medianas empresas

De acuerdo con 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 especializados 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 con la gran encuesta Pyme 2019 de ANIF.

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, el segmento 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 importante segmento empresarial en el largo plazo y estas compañías hoy participan directamente de manera marginal en el mercado de capitales.

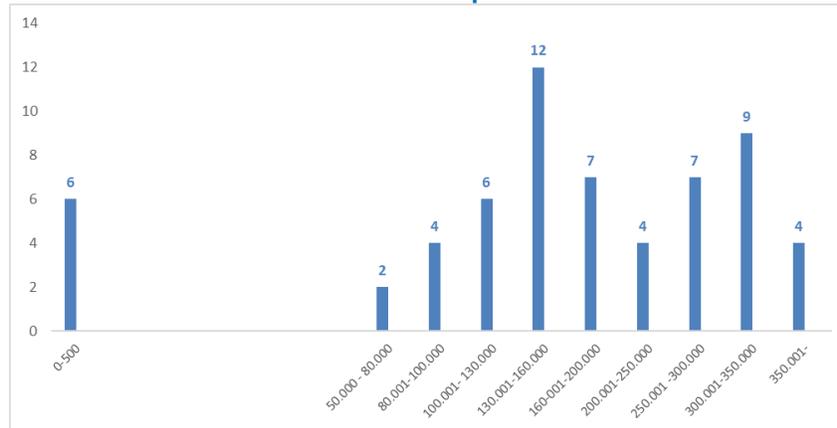
Entre las razones que explican la baja participación de las mipymes como emisores en el mercado de capitales se encuentran la demanda por emisiones de tamaños que superan ampliamente las necesidades de financiación del sector y los costos asociados al proceso de emisión de valores. En la primera dimensión, 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 de 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 mínimo, 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 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 mipymes al mercado de capitales se ha hecho desde dos grandes alternativas: deuda o capital. La elección depende en gran medida de los objetivos de política pública e incorpora también la evolución del mercado de valores intrínseco a cada uno de los países para los cuales se buscan 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 dividirse en tres categorías, desglosadas a continuación:

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

Usualmente es la primera etapa de financiación de las micro, 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 altos 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; lo cual eleva los

¹ Reporte de colocaciones. SFC

² RIF 2018

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

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

Considerando la necesidad de contar con instrumentos de financiación alternativos al canal de crédito del sistema financiero intermediado para empresas y proyectos productivos en todas las etapas de desarrollo, a la vez que se reconoce que la estructura del mercado público de valores en Colombia naturalmente se ha convertido en una barrera de entrada para las emisiones de montos inferiores a \$50.000 millones y atendiendo el objetivo del legislador de contar con un modelo de emisiones de acciones e instrumentos de crédito para pequeñas y medianas empresas como nuevo mecanismo de financiación (artículo 162 de la Ley 1955 de 2019), se considera pertinente como instrumento para cerrar la brecha actual, modificar el monto máximo de la financiación colaborativa hasta por 58.000 SMMLV (alrededor de \$50.000 millones), en lugar de crear un escenario diferente, que produciría fragmentación y pérdida de oportunidades de financiamiento para el segmento empresarial que más lo necesitará en el proceso de reactivación económica

Lo anterior teniendo en cuenta adicionalmente 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.

En todo caso, si la evolución de las condiciones del mercado lo exigen, y como herramienta para la recuperación que el país requiere a mediano y largo plazo, se establece en el proyecto de decreto que la Superintendencia Financiera de Colombia podrá, por medio de instrucciones de carácter general, incrementar los montos de financiación.

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.

2.3 Comentarios y propuesta normativa definitiva

Los comentarios de la industria a esta sección estuvieron enfocados en tres frentes:

- I. Estructura actual del mercado de valores para incluir éste tipo de emisiones;
- II. Precisiones necesarias para el funcionamiento del mercado secundario, y
- III. Revisión de requisitos vigentes que contribuirían a un mayor dinamismo en el mercado.

Sobre el primero, las inquietudes recibidas se concentran en: a) la limitación de las emisiones de empresas pequeñas y medianas en el marco de la actividad de financiación colaborativa, lo que consideramos es consecuencia de un fenómeno de mercado ya que el segmento principal permite un tamaño mínimo de emisión de 2.000 SMLV, que en la práctica por su naturaleza no se aplica y como se menciona en los antecedentes, pese a los esfuerzos de simplificación de trámites y gradualidad en la información para los emisores no se ha logrado el efecto esperado en la diversificación de nuevas emisiones o de participantes en el mercado principal.

También se menciona que b) los aportantes en el mercado de *crowdfunding* no cuentan con los beneficios de la actividad de asesoría y afrontan un riesgo considerable teniendo en cuenta la propuesta de incrementar los montos posibles de aporte a 19.000 SMMLV. No obstante, se considera fundamental establecer diferenciales claros entre los mercados a los que pueden ingresar inversionistas en términos de riesgos, información y beneficios a obtener, con el fin de completar la curva de financiación para todas las empresas y proyectos locales. En todo caso los aportes están limitados por el 20% del patrimonio o de los ingresos anuales, lo que resulte mayor, con el fin de acotar los riesgos que el inversionista pueda tomar.

Respecto del segundo frente se solicitó la aclaración sobre las entidades que pueden prestar los servicios de liquidación y compensación para las operaciones del mercado secundario en este segmento, por lo que se establece en la propuesta normativa final que las entidades son las mismas que hoy en día hacen la compensación y liquidación en los demás sistemas de negociación.

De otro lado, se recibió de parte de algunas entidades la inquietud sobre la participación de intermediarios del mercado de valores en la actividad de financiación colaborativa, particularmente para permitir que los tenedores de los valores de este mercado pueden negociar directamente sus operaciones o pudieran contratar a un intermediario profesional para ejecutar la negociación y posteriores tareas operativas de la transacción. Se considera que la participación de entidades como las sociedades comisionistas de bolsa puede generar un valor agregado significativo en este mercado, no obstante, es importante tener en cuenta que aspectos estructurales como las actividades a realizar por cada licencia, serán sujeto del estudio sobre intermediación de acuerdo a la Agenda Normativa 2020.

Por último, se solicitó revisión sobre la posibilidad de realizar de operaciones de liquidez argumentada en que limitar esta posibilidad reduce el apetito de potenciales inversionistas en valores de financiación colaborativa. Sobre el particular, considerando la etapa de desarrollo del mercado y los riesgos implícitos a la inversión en éstos valores, no se considera prudente o necesario permitir operaciones a plazos en esta oportunidad.

Respecto al último frente, teniendo en cuenta la profundidad de las solicitudes recibidas serán tratadas a continuación, en una sección independiente.

3. Requisitos particulares en la actividad de financiación colaborativa

Después de casi dos años de la entrada en vigencia del Decreto 1357 de 2018 y con la experiencia generada por las primeras emisiones exitosas en este mercado, en aras de darle mayor oportunidad de crecimiento y diversificación y considerando las necesidades copiosas del empresariado por acceder a fuentes alternativas de financiación en la coyuntura del COVID 19, la Unidad de Regulación Financiera analizó las siguientes propuestas de estructura de la actividad en mención originadas por la industria.

- I. Operaciones adicionales para las sociedades de financiación colaborativa, particularmente la posibilidad de habilitarlas para el descuento de las facturas y para que ofrezcan financiación que tenga como destino la donación.
- II. Modificación o eliminación de la obligación de clasificación de los proyectos que se promuevan o financien a través de la sociedad de financiación colaborativa.
- III. Eliminación de la prohibición expresa sobre la participación como aportantes de accionistas, administradores y demás funcionarios de las sociedades de financiación colaborativa en los proyectos que se promuevan o financien a través de la misma entidad.
- IV. Posibilidad de emisión de instrumentos híbridos, adicional a los instrumentos representativos de deuda o de capital permitidos en el Artículo 2.41.5.1.1 del Decreto 2555 de 2010.
- V. Evaluación de algunos de los requisitos de información y reporte para las emisiones de financiación colaborativa.

3.1 Propuesta normativa

Como criterio de las propuestas en esta sección enunciadas, adicional a la oportunidad de diversificación en fuentes de financiación para las pequeñas y medianas empresas se tuvieron en consideración, la pertinencia de las modificaciones en términos de transparencia y los costos respecto a la etapa de desarrollo en la actividad de financiación colaborativa:

- I. De acuerdo a la solicitud, se estudió en primer lugar la posibilidad de permitir que las sociedades de financiación colaborativa realizaran la actividad de conectar puntas de oferta y demanda del negocio de *factoring*, operación respecto del cual se concluye que el cuerpo normativo establecido por el Ministerio de Comercio, Industria y Turismo hacen inconveniente que la regulación financiera intervenga para establecer que una entidad amplíe su objeto a una actividad no financiera regulada.

Para el caso de donaciones, teniendo en cuenta que la actividad no cuenta con regulación específica, se considera factible habilitar a las sociedades de financiación colaborativa para su desarrollo. Sin embargo, se establece en la propuesta normativa que estas entidades deben establecer procedimientos de información para que en ningún caso el aportante tenga lugar a la confusión entre la inversión en valores representativos de deuda o capital (de los cuales hay una expectativa de retorno), y la donación (en la cual no hay expectativa de retorno de capital o de rendimiento alguno). También se prohíbe que los receptores cuenten con una emisión activa en curso y, simultáneamente, se encuentren habilitados para recibir donaciones por medio de la plataforma de financiación colaborativa.

- II. No se considera pertinente la modificación a la obligación establecida en el Artículo 2.41.2.1.4 del Decreto 2555 teniendo en cuenta que criterios tales como sector, industria y localización como la guía mínima con la que los potenciales aportantes requieren para tomar una decisión de inversión. Adicionalmente, de acuerdo a lo establecido en el artículo en mención “La clasificación de los proyectos productivos, en ningún caso implica la calificación de los riesgos asociados a los mismos, ni la emisión de una opinión o el aseguramiento de obtención de rentabilidades para los aportantes”.
- III. Considerando la naturaleza de las emisiones que hasta ahora se han originado en el mercado de *crowdfunding* así como su evolución esperada en el corto plazo, éste conflicto de interés resulta prácticamente de imposible administración, por lo que no se presenta una propuesta de modificación al respecto.
- IV. Teniendo en cuenta que la inversión de personas naturales en valores de financiación colaborativa no está acompañada por la actividad de asesoría propia al mercado de valores, y sin contar con un mecanismo para asegurar que el aportante de esta categoría entienda y asuma los riesgos de un valor que cambia de características ante ciertos eventos, no se considera factible o necesaria en la etapa de desarrollo que ha mostrado este segmento en el entorno local.
- V. Se incorporan modificaciones en los siguientes aspectos:

Norma vigente	Propuesta	Consideraciones
Reportar a los operadores de información financiera los datos de los receptores cada vez que realicen operaciones de financiación a través suyo en un término máximo de 3 días a partir de la fecha del evento.	La carga operativa de realizar el reporte en los tiempos indicados es demasiado alta y no corresponde a la práctica de reporte que tienen las entidades financieras y los operadores de información financiera, pues el estándar es que este se realiza en el curso de los 30 días siguientes.	Teniendo en cuenta que en el mercado intermediado se permite para los productos de crédito
El receptor debe remitir la hoja de vida de sus socios o accionistas, sin embargo, este documento tiende a ser muy extenso y no necesariamente aporta valor a potenciales inversionistas.	Se sugiere que el receptor remita una descripción del perfil de los principales miembros del equipo de trabajo de la empresa.	El criterio debe ser que la información debe permitir establecer la experiencia del equipo en el tipo de proyectos que se promueven o financian a través de la sociedad de financiación colaborativa
Se solicita el acta de la asamblea general de accionistas o junta de socios y los estatutos sociales del receptor para la emisión de cualquier valor	Se sugiere que el acta de la asamblea general de accionistas y los estatutos sociales del receptor, únicamente se soliciten para la emisión de valores de financiación colaborativa representativos de capital.	Se propone incluir la opción de un documento equivalente

4. 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 y la ampliación de las oportunidades de inversiones en valores del segundo mercado.

4.1 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.

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.

4.1.1 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

⁴ Decreto 2555 de 2010

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

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.

- **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 el 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.

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

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

“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.

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.

4.1.2. 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

⁸ http://www.cmfchile.cl/porta1/principal/605/articles-806_doc_pdf.pdf

⁹ [IntroduccionALaRegulacionDeValoresEnEstadosUnidos-3627233.pdf](#)

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.

4.1.3. Comentarios recibidos y propuesta normativa definitiva

Sobre este artículo de la propuesta de decreto se recibieron comentarios relacionados con la necesidad de establecer un periodo de transición para que los programas que se encuentran vigentes a la fecha de publicación de la norma puedan ser prorrogados por un plazo de hasta 5 años cumpliendo con las condiciones y requisitos establecidos en el Decreto 2555 de 2010.

Por lo anterior, adicional a la ampliación del plazo para los programas de emisión que se autoricen con posterioridad a la vigencia de la norma, se establece una transición, mediante la cual los programas que se encuentran actualmente vigentes, que no se hayan prorrogado y que cumplan con todas las condiciones y obligaciones señaladas en el Decreto 2555 de 2010, podrán prorrogarse hasta por un término de 5 años, de conformidad con la autorización que les brinde la Superintendencia Financiera de Colombia.

4.2. 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 defensa de los derechos e intereses de todos los tenedores de valores.

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 señala 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;*

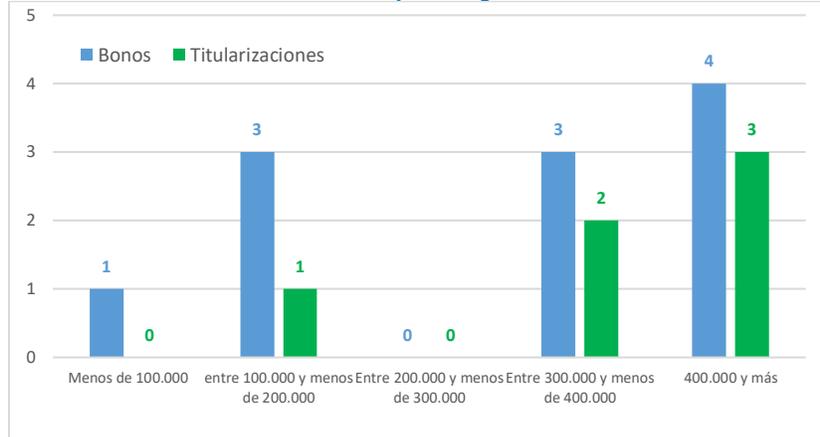
4. *Representar a los tenedores en todo lo concerniente a su interés común o colectivo;*
5. *Intervenir con voz pero sin voto en todas las reuniones de la asamblea de accionistas o junta de socios de la entidad emisora;*
6. *Convocar y presidir la asamblea de tenedores de bonos;*
7. *Solicitar a la Superintendencia 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.”*

4.2.1. Propuesta normativa

La propuesta sobre la figura de representante de tenedores de bonos incluía inicialmente tres componentes, el primero 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, riesgos que pueden ser gestionados y mitigados por parte de los diferentes participes de la emisión; el segundo 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.

Gráfica 5. Número de emisiones por rango de montos colocados 2019



Fuente: SIMEV – SFC. Cálculos: URF

De acuerdo a lo anterior, la propuesta tenía como objetivo la promoción de emisiones en este primer segmento, permitiendo que las emisiones con montos ofrecidos de hasta 250.000 salarios mínimos mensuales legales vigentes, tanto de bonos como de titularizaciones, no tengan que contar obligatoriamente 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 la protección en forma adecuada de los intereses de los tenedores de bonos y el cumplimiento de las obligaciones contraídas con los mismos por parte de la sociedad emisora.

4.2.2. Comentarios y propuesta normativa definitiva

La versión inicial contaba con 4 propuestas sobre este tema, las tres que se han mencionado en la sección anterior y la inclusión de tres nuevas funciones a desarrollar por parte del representante de tenedores de bonos.

Sobre este último tema, los comentarios recibidos mencionan que existen diferentes órganos de gobierno que desarrollan las funciones propuestas y en esa medida se decidió que para evitar duplicidades y costos adicionales para las entidades no se tuvieron en cuenta en este proyecto.

Con relación a los regímenes de conflictos de interés y prohibiciones se solicitaron algunos ajustes en su conformación, relacionados con algunas actividades en las cuales se puede gestionar y mitigar el riesgo.

Por último, sobre la posibilidad que las emisiones con montos ofrecidos menores a 250.000 salarios mínimos mensuales legales vigentes no tengan la obligatoriedad de contar con un representante de tenedores de bonos, se recibieron comentarios asociados con el alcance de la norma, esto es si aplica por emisión individual o si aplica para programas de emisión y colocación; y por último que la variable de control fuera los montos ofrecidos y no autorizados por emisión,

4.3 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 de inversión y/o desinversión.

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.

4.3.1. Propuesta Normativa

La propuesta normativa contaba con dos componentes, el primero relacionado con la introducción de información prospectiva dentro del espectro de la información relevante y el segundo asociado con la eliminación del listado taxativo de eventos, en el entendido que este puede responder a un momento del tiempo diferente, en el cual se consideraba que, si los inversionistas contaban con 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.

4.3.2 Comentarios y propuesta normativa definitiva

Los comentarios recibidos de la industria en general muestran estar de acuerdo con la propuesta de revisión a los requerimientos vigentes de información a revelar al público durante la vida de las emisiones. Sin embargo, las inquietudes manifestadas por diversas entidades obligan a revisar este tema con mayor nivel de detalle con el fin de asegurar la continuidad en la transparencia de la información sin imponer cargas regulatorias excesivas.

Sobre la información prospectiva señalan su importancia para la toma de decisiones en la nueva realidad económica global, sin embargo, mencionan la necesidad de contar con un canal de divulgación diferente al de la información relevante, con el fin de evitar posibles interpretaciones erróneas por parte de los inversionistas.

4.4 Plazo de operación de regreso en TTV

Uno de los elementos esenciales para promover un mercado de valores más dinámico y líquido, se encuentra asociado con la posibilidad de realizar de manera eficiente operaciones del mercado monetario tales como las transferencias temporales de valores.

Esta operación se encuentra definida en el artículo 2.36.3.1.3 del Decreto 2555 de 2010, en el que se menciona que estas operaciones son aquellas en las que una parte (el “Originador”), transfiere la propiedad de unos valores (objeto de la operación) a la otra (el “Receptor”), con el acuerdo de retransferirlos en la misma fecha o en una fecha posterior. A su vez, el Receptor transferirá al Originador la propiedad de “otros valores” (no objeto de la operación), o una suma de dinero de valor igual o mayor al de los valores objeto de la operación; o entregará dicha suma de dinero u “otros valores” en garantía a un sistema de negociación de valores o a una bolsa de valores vigilada por la Superintendencia Financiera de Colombia.

Estas operaciones traen consigo una serie de ventajas relacionadas con temas tales como¹⁰:

- Facilita el incremento de la liquidez,
- Aumenta la disponibilidad de valores en el mercado local,
- Genera una mayor eficiencia en la compensación y liquidez de las operaciones,
- Facilita la implementación de programas formadores de liquidez,
- Facilita la administración y aumento de la rentabilidad de los portafolios de inversión, y
- La estructuración de estrategias en mercados a la baja, así como estrategias con el mercado de futuros.

4.4.2 Propuesta normativa

Este tema no se había considerado en la versión que se publicó para comentarios y se recibió como tema nuevo. Se considera que el mismo promueve la liquidez de especies y dinamiza el mercado y en esa medida se incluye en esta versión del proyecto normativo.

Con la finalidad de promover esta operación, hacerla más eficiente y que la misma responda al desarrollo y realización de una estrategia de inversión por parte de los intervinientes, se hace una revisión de las características que posee la norma actual y se adelanta una propuesta consistente en la posibilidad que se haga una ampliación del plazo inicial de la operación, esto es que no se haga la operación de regreso, si media un acuerdo de las partes, sin que se sobrepase el plazo máximo de realización de las mismas.

La propuesta establece que: “Una vez se haya vencido el plazo de la operación inicialmente pactado, previo acuerdo entre las partes, este podrá renovarse en diferentes oportunidades, pero

10 <https://www.rankia.co/blog/analisis-colcap/4270941-que-transferencia-temporal-valores-ttv>

en todo caso dicho plazo no podrá ser superior a un año, contado a partir de la celebración de la primera operación”.

4.5 Información de los custodios

Los custodios de valores tienen dentro de las obligaciones especiales para con los fondos de inversión colectiva, la de informar inmediatamente y por escrito a la Superintendencia Financiera de Colombia, al organismo de autorregulación del mercado de valores y a la Junta Directiva de la respectiva sociedad administradora del fondo de inversión colectiva, la ocurrencia de cualquier evento que impida la normal y correcta ejecución de la labor de custodia, o que implique el incumplimiento del reglamento o de otras normas aplicables al fondo de inversión colectiva.

Sobre el particular surgen inquietudes relacionadas con la inmediatez de la norma, el restablecimiento de las situaciones y la investigación de las causas que dieron origen a dichas situaciones.

4.5.1. Experiencia internacional

Sobre los reportes de los custodios a las autoridades de vigilancia y control se encuentra una situación similar en España, donde la Comisión Nacional del Mercado de Valores, mediante la Circular 4 del 29 de junio de 2019, instruye al depositario la elaboración de un informe mensual sobre los incumplimientos a los límites regulatorios y de los reglamentos de los vehículos de inversión colectiva, el cual debe ser remitido a la CNMV.

Asimismo, el depositario debe suministrar a la CNMV un informe anual elaborado para una muestra de vehículos de inversión colectiva en el cual debe presentar una revisión de la totalidad del contenido de la información pública periódica. Adicionalmente, el depositario debe remitir a los administradores de los vehículos de inversión un reporte semestral en el que se informe sobre “el cumplimiento de la función de vigilancia y supervisión y la comunicación de anomalías de especial relevancia.”

En esta jurisdicción existen informes periódicos en los cuales se detalla los incumplimientos a las normas de los vehículos y se señalan las actividades realizadas por los administradores para regularizar dichos eventos.

4.5.2 Propuesta normativa

Esta propuesta es nueva y se acoge dentro de los comentarios del público recibidos.

La propuesta normativa busca establecer unos informes mensuales a presentar por parte de los custodios sobre los incumplimientos en las normas de los Fondos de inversión colectiva, lo anterior con el objetivo que se haga un análisis detallado de las causas que los originaron y que se establezcan políticas para la regularización de las mismas.

La propuesta señalaba que el custodio tiene la obligación de presentar a la Superintendencia Financiera de Colombia, al organismo de autorregulación del mercado de valores y a la Junta Directiva de la respectiva sociedad administradora del fondo de inversión colectiva, un informe mensual escrito, en el cual se describan los eventos que impidieron la normal y correcta ejecución de la labor de custodia, o que implicaron el incumplimiento del reglamento o de otras normas aplicables al fondo de inversión colectiva. Así mismo, se deberán describir las medidas que se adoptaron para corregir o mejorar las situaciones descritas en el informe. Adicional a lo anterior, se establece que, en el caso de no presentarse eventos, y buscando eficiencias en los procesos no se debe remitir el informe aquí establecido a la entidad de supervisión.

4.6 Gobierno corporativo de las SAS

Debido al deterioro de las condiciones económicas y a las consecuencias adversas generadas por la pandemia del COVID 19, las empresas del país han visto afectados sus ingresos, por lo cual se crearon necesidades de encontrar diferentes canales de financiación.

En este sentido, se hacía necesario garantizar un marco legal que permitiera que todo tipo de empresas pudieran acceder a la financiación que ofrece el mercado de capitales, particularmente por medio del acceso al segundo mercado. De esta manera se propone la creación de una serie de medidas que contribuyan a que las empresas afectadas por la pandemia del COVID-19 puedan encontrar en el mercado público de valores una fuente idónea de financiación.

Dentro de los mecanismos para el fortalecimiento de las empresas se destaca el acceso a fuentes de financiación más baratas y de largo plazo, como el mercado de valores, por lo tanto, crear condiciones más expeditas para la originación de títulos por parte de estas entidades, sin dejar de lado una adecuada y eficiente protección al inversionista, es altamente deseable, y hacia allá se han encaminado las reformas del régimen del “Segundo Mercado” implementadas por el Gobierno Nacional.

4.6.1 Propuesta normativa

La propuesta normativa reglamenta lo establecido en el Decreto Legislativo 817 de 2020 y establece que las SAS que deseen emitir los bonos definidos en la mencionada norma a través del segundo mercado, deben contar con una serie de órganos de gobierno corporativo, tales como:

- Junta Directiva, conformada al menos por 3 miembros principales, uno de los cuales deberá ser independiente.
- Revisor fiscal elegido por la Asamblea de accionistas que deberá acreditar, como mínimo, requisitos de idoneidad e independencia.
- Comité de auditoría conformado por al menos 3 miembros de Junta Directiva (incluido el independiente).

La propuesta normativa sobre gobierno corporativo en la SAS obedece a la búsqueda de no generar arbitrajes regulatorios entre emisores, por su naturaleza jurídica, La introducción de los tres puntos

mencionados anteriormente, permitirá que las SAS tengan un gobierno corporativo similar al que existe actualmente para los emisores de valores, la cual, entre otras, permitirá asegurar la transparencia y confiabilidad sobre la información que se suministra al mercado.

Adicional a lo anterior, se busca garantizar la transparencia, estabilidad y protección de los inversionistas en el segundo mercado por medio de herramientas que hoy en día funcionan como mallas de seguridad. Las prácticas sobre buen gobierno permiten asegurar un trato igualitario entre distintos tipos de accionistas, así como promover eficiencias en la administración de las entidades y equilibrar los intereses de los accionistas y directivos, estas y otras ventajas se consiguen con esquemas y políticas bien definidas sobre gobierno corporativo, esenciales en las empresas que participan en el mercado de valores.

4.7 Modificaciones al segundo mercado - Bonos de riesgo

El Decreto Legislativo 560 de 2020, *“Por el cual se adoptan medidas transitorias especiales en materia de procesos de insolvencia, en el marco del Estado de Emergencia, Social y Ecológica”*, establece una serie de alivios financieros y mecanismo de reactivación empresarial para las entidades que estén incursas en acuerdos de reorganización afectados por las causas que motivaron la declaratoria del Estado de Emergencia Económica, Social y Ecológica de que trata el Decreto 417 del 17 de marzo de 2020.

Dentro del paquete de medidas financieras se encuentra la posibilidad de capitalización de pasivos, en virtud de la cual se podrán suscribir de manera voluntaria, por parte de cada acreedor interesado, acciones o la participación que corresponda según el tipo societario, bonos riesgo y demás mecanismos de subordinación de deudas que lleguen a convenirse.

Para el caso de bonos de riesgo y en caso de que se decida la realización de una oferta pública de valores en el segundo mercado, estos deberán dar cumplimiento a los requisitos establecidos en el Decreto 2555 de 2010. A lo anterior, se presenta una salvedad relacionada con los inversionistas que pueden suscribir los bonos en el mercado primario, ya que estos van dirigidos únicamente a los acreedores de la entidad que voluntariamente los quieran adquirir, acreedores que pueden ser inversionistas profesionales o clientes inversionistas.

5. Límites de inversión 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 sufren salidas importantes de recursos, originados por las redenciones de participaciones, causando algún tipo de estrés financiero. 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.

5.1 Propuesta normativa

La propuesta normativa inicial estaba compuesta 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 saber:

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 fomentar la consecución de inversionistas en la fase inicial del vehículo, se propone ampliar el plazo para el cumplimiento de los límites por inversionista, pasando de 6 meses a un año.

La segunda modificación tiene por objeto adicionar este párrafo, permitiendo que, en situaciones extraordinarias, se tenga una salvedad para el cumplimiento de dichos límites de manera temporal, siempre y cuando la sociedad administradora establezca medidas que permitan garantizar los derechos de los inversionistas y que se informe de manera simultánea a la Superintendencia Financiera de Colombia de la situación que originó. Lo anterior permite que no se alcancen situaciones que motiven una intervención o liquidación del vehículo y de esta manera se protege a los inversionistas que tienen posiciones de largo plazo y que no tienen intención de salir del instrumento en momentos de estrés.

Adicionalmente se establece de manera taxativa, que las sociedades administradoras de los fondos deben establecer medidas que permitan garantizar los derechos de los inversionistas en estos momentos de estrés, lo anterior teniendo como base sus principios de profesionalidad en la gestión de fondos. Por último, la Superintendencia Financiera de Colombia tiene todas las facultades de control y vigilancia sobre las sociedades administradoras cuando no se cumplan las normas establecidas en el Decreto 2555 de 2010.

La tercera modificación, va en la misma línea mencionada en el inciso anterior, buscando darle liquidez a las participaciones del vehículo y una salida a los inversionistas que necesiten redimir sus participaciones, así como promover el mantenimiento de los fondos en momentos de estrés financiero y económico, en esa medida se permite que en situaciones extraordinarias las Sociedades Administradoras de los fondos de inversión colectiva puedan sobrepasar temporalmente el límite general del 15% del valor de las participaciones, lo anterior siempre y cuando se garanticen los

derechos de los inversionistas y se informe de manera simultánea a la Superintendencia Financiera de Colombia, igual a lo mencionado en la segunda propuesta.

5.2 Comentarios y Propuesta normativa

Sobre este tema se recibieron comentarios relacionado con las dificultades operativas de contar con una autorización previa por parte de la Superintendencia Financiera para el no cumplimiento del límite, lo cual se consideró y se acogió. Adicionalmente se sugirió la posibilidad de aumentar el límite de participaciones de la sociedad administradora, lo cual no se consideró en la propuesta.

6. 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.

6.1. 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.

6.2 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.

6.3 Comentarios y propuesta normativa definitiva

Los comentarios recibidos de la industria evidencian estar de acuerdo con la propuesta de modificación planteada. Sin embargo, se hace un llamado para extender el objetivo de flexibilizar los regímenes de inversión de las Administradoras de Fondos de Pensiones y aquellos que respaldan las reservas técnicas de las Compañías de Seguros a otras disposiciones contenidos en éstos.

Por lo anterior y con el objetivo de presentar una propuesta normativa que cobija ese mayor alcance, la URF tomó la decisión de tratar estos temas en un proyecto de decreto independiente.

7. 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.

7.1. 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.

7.2 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 propuso inicialmente 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.

7.3 Comentarios y propuesta normativa definitiva

La percepción de la industria de acuerdo a los insumos obtenidos en la etapa de comentarios es que la regulación vigente permite que el trámite de vinculación puede ser digital para cualquier cliente y sin consideración de monto.

De otro lado, en consideración al hecho de que el trámite simplificado para vinculación está asociado a las disposiciones establecidas por la Superintendencia Financiera de Colombia en materia de la administración del riesgo de lavado de activos y financiación del terrorismo, y teniendo en cuenta la intención de no generar capas adicionales de regulación, se espera que los resultados en el trabajo que la SFC viene adelantando en este proceso eliminen las barreras de entrada para los portafolios de tamaños moderados.

8. 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 que se compensan 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 participantes¹¹.

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 futuro. La CRCC busca mitigar este riesgo, principalmente, a través de la exigencia de garantías en efectivo.¹²

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.

8.1 Propuesta normativa

La propuesta normativa tiene por objeto establecer aspectos asociados con las operaciones y garantías que se desarrollan en la Cámara de Riesgo Central de Contraparte, y en esta medida no se autorizan operaciones para los diferentes administradores de terceros y sus portafolios administrados. Lo anterior, debido a que las características de las operaciones y de las garantías, así como los términos en que cada uno de los vehículos que se mencionan en la norma pueden ejecutar dichas operaciones están establecidas en las normas particulares de los diferentes regímenes de cada contrato o vehículo. Por lo cual modificar cualquiera de sus elementos no es objetivo de la presente propuesta normativa

La propuesta normativa se compone de diferentes aspectos, los cuales buscan 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

¹¹ <https://www.asuntoslegales.com.co/analisis/catalina-rodriguez-trout-533026/camara-de-riesgo-central-de-contraparte-2478641>

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

portafolios administrados. Adicional a lo anterior, se hacen algunos ajustes en normas relacionadas, con el fin de otorgar consistencia a la mencionada facultad.

De la misma manera, se establece que cuando la Cámara de Riesgo Central de Contraparte acepta una operación, la responsabilidad de cumplimiento de la misma, recae tanto para los miembros liquidadores, como los no liquidadores, en esa medida se hace este ajuste a las normas que sobre el tema se desarrollan en el proyecto de decreto.

8.2. Comentarios y propuesta normativa definitiva

Sobre este tema se recibieron comentarios relacionados con la ampliación de los portafolios de terceros sujetos de la norma, y se proponían algunos tales como los del FONPET o los asociados con contratos de comisión. En el primer caso no se acogió la iniciativa y al segundo grupo de portafolios se acoge, debido a su naturaleza.

9. Mecanismos y operaciones Fogacol

La regulación financiera vigente establece que las sociedades comisionistas de bolsa valores que funcionen en el país deberán conformar y mantener un único fondo de garantías, que tendrá como objeto responder a los clientes de dichas sociedades, incluidas las carteras colectivas que administran, por el cumplimiento de las obligaciones de entrega o restitución de valores o de dinero que las mismas hayan contraído en desarrollo del contrato de comisión, la administración de valores y la administración de portafolios de terceros.

Así mismo, se establece en el Decreto 2555 de 2010 las operaciones que puede realizar el fondo, la necesidad de tener un consejo de administración y constituir un patrimonio autónomo y adicionalmente, contar con un reglamento aprobado por la Superintendencia Financiera de Colombia.

9.1 Propuesta normativa definitiva

La propuesta normativa tiene por finalidad permitir el desarrollo de nuevos mecanismos y operaciones con los recursos del fondo. Dichas operaciones deben tener como finalidad promover medidas tendientes a generar seguridad y eficiencia en el mercado, así como la implementación de mecanismos que promuevan una eficiente administración de riesgos por parte de las sociedades comisionistas de bolsa.

Las operaciones deben estar contenidas en el reglamento del fondo y los términos y condiciones ser definidos por el Consejo de administración del fondo.

10. 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 2018/2019¹³	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 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.
- 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