

**SEGUNDO MERCADO:
BALANCE Y PROPUESTAS PARA SU PROFUNDIZACIÓN DESDE LA
PERSPECTIVA DE LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS**

Nydia Remolina León y Andrea Patricia Alba Molina

CONTENIDO

| | |
|---|----|
| INTRODUCCIÓN | 3 |
| 1. Origen y normatividad actual | 4 |
| 2. Experiencia Internacional | 18 |
| 3. Importancia de la Profundización del Segundo Mercado en Colombia. | 21 |
| 4. Propuestas para lograr una mayor profundización del segundo mercado la vinculación de las PYMES | 24 |
| 4.1. Propuestas desde el punto de vista del Emisor | 24 |
| 4.2. Propuestas desde el punto de vista del Inversionista..... | 30 |
| 4.3 Propuestas desde el punto de vista de la actuación del Estado y las demás entidades involucradas en el proceso de Emisión | 30 |
| 4.4 Otras Propuestas | 34 |
| CONCLUSIONES..... | 34 |
| BIBLIOGRAFIA | 35 |

INTRODUCCIÓN

Uno de los principales retos que tiene el mercado de valores al interior de una economía es lograr su mayor profundización, entendida esta como el mayor desarrollo del mercado de valores medido en forma conjunta por el tamaño, la liquidez, la eficiencia y la concentración del mercado.¹

Con miras a alcanzar esta expectativa y lograr una vinculación de las pequeñas y medianas empresas –PYMES- al mercado de valores, se expidió en Colombia la Resolución 400 de 1995, incluyendo en su título cuarto las disposiciones que reglamentan el denominado segundo mercado. Este mercado fue creado para facilitar el acceso y permanencia de las PYMES en el mercado de capitales, a través del establecimiento de requisitos más flexibles para su vinculación que los necesarios para participar en el mercado principal. Lo anterior teniendo en cuenta que este tipo de empresas, por su reducido tamaño, en general no cumplen con los requisitos mínimos necesarios para participar en el mercado principal: nivel patrimonial, calificación de riesgo, estándares de información, montos mínimos de emisión entre otros.²

Sin embargo, después de 15 años de la expedición de la Resolución 400 de 1995 se encuentra, que a pesar de que se han realizado esfuerzos concretos en la materia –v.g. el programa Colombia Capital-; en el listado de ofertas públicas autorizadas por la SFC dirigidas al segundo mercado realizado por la Subdirección de Análisis e Información de la SFC al 9 de Abril de 2010, no existen emisores que se encuadren plenamente dentro del concepto de PYME³ establecido en la

¹ FRADIQUE, Carlos. Guía del mercado de valores. Bogotá: Banco Interamericana de Desarrollo y Colombia Capital: 2008, p.28

² RONCALLO SARMIENTO CARLOS. Estrategias para estimular el mercado de capitales en Colombia como generador de riqueza: Bogotá: 2009, p. 79.

normatividad colombiana, de hecho, la mayoría de emisores corresponden a grandes empresas que cuentan con emisiones activas en el mercado principal,⁴ y paralelamente emiten bonos y realizan titularizaciones dirigidas al segundo mercado.

Dicha circunstancia hace necesaria la elaboración del presente estudio sobre la materia, cuyo propósito principal consiste en evaluar el estado actual del segundo mercado en Colombia, a través del análisis de (i) las normas que lo regulan; (ii) las razones principales por las cuales éste no ha tenido el desarrollo esperado, ni se ha logrado vincular a las PYMES como emisores; (iii) las ventajas de la profundización del segundo mercado y la correlativa necesidad de realizar esfuerzos concretos en esta materia; y (iv) experiencias internacionales exitosas de planeación e implementación de segundos mercados. A partir de lo anterior, se formularán varias propuestas encaminadas a lograr la efectiva profundización del segundo mercado en Colombia y en encaminadas a la vinculación de las PYMES.

1. Origen y normatividad actual

El origen del segundo mercado se sustenta en un objetivo principal: que las pequeñas y medianas empresas que no tienen la posibilidad de acceder al mercado principal, por no cumplir con los estrictos requisitos establecidos para estos efectos –principalmente en cuanto a costos, reportes de información, montos mínimos de la emisión entre otros,- puedan acceder al mercado de valores, previo cumplimiento de unos requisitos de entrada menos exigentes y más flexibles, y

³ El concepto de pequeña y mediana empresa se encuentra definido en el artículo 2 de la Ley 905 de 2004 “Por medio de la cual se modifica la Ley 590 de 2000 sobre promoción del desarrollo de la micro, pequeña y mediana empresa colombiana y se dictan otras disposiciones”, en los siguientes términos:

“Artículo 2º. El artículo 2º de la Ley 590 de 2000 quedará así: Artículo 2º—Definiciones. Para todos los efectos, se entiende por micro incluidas las famiempresas pequeña y mediana empresa, toda unidad de explotación económica, realizada por persona natural o jurídica, en actividades empresariales, agropecuarias, industriales, comerciales o de servicios, rural o urbana, que responda a dos (2) de los siguientes parámetros: 1. Mediana empresa: a) Planta de personal entre cincuenta y uno (51) y doscientos (200) trabajadores, o b) Activos totales por valor entre cinco mil uno (5.001) a treinta mil (30.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes. 2. Pequeña empresa: a) Planta de personal entre once (11) y cincuenta (50) trabajadores, o b) Activos totales por valor entre quinientos uno (501) y menos de cinco mil (5.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes (...). De conformidad con lo establecido en el párrafo segundo del artículo 75 de la Ley 1151 de 2007 “Por la cual se expide el plan nacional de desarrollo 2006-2010” “Las definiciones contenidas en el artículo 2º de la Ley 590 de 2000, modificado por el artículo 2º de la Ley 905 de 2004, continuarán vigentes hasta tanto entren a regir las normas reglamentarias que profiera el Gobierno Nacional”

⁴ Tal es el caso de Bancolombia y el Helm Bank.

emitir valores. Esta flexibilidad justifica que, por significar un mayor riesgo la adquisición de los títulos emitidos por las PYMES, únicamente sean inversionistas profesionales aquellos que puedan adquirirlos.

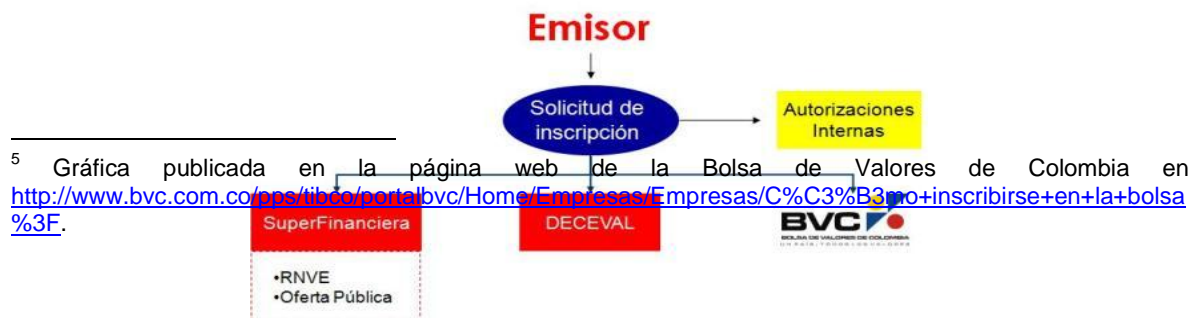
En la legislación colombiana, el segundo mercado se encuentra regulado principalmente en la Resolución 400 de 1995 de la Superintendencia de Valores – hoy Superintendencia Financiera-, que en su artículo 1.4.0.1 lo define como “*las negociaciones de títulos cuya inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios se efectúe conforme a los requisitos establecidos en el presente título y cuya adquisición sólo puede ser realizada por los inversionistas autorizados.*” Frente a la mencionada definición, es importante analizar: (i) los sujetos facultados para adquirir títulos en el segundo mercado y; (ii) los requisitos especiales que deben cumplirse para la inscripción en el RNVE, de los títulos que serán transados en el segundo mercado.

Como primera medida, en lo que tiene que ver con los inversionistas autorizados para comprar y vender valores que hacen parte del segundo mercado, la Resolución 400 de 1995 –en adelante la Resolución 400- establece que estos corresponden a los denominados inversionistas calificados; los cuales en los términos del artículo 2 del Decreto 1128 de 2008, son equiparados al concepto de inversionista profesional establecido en el título quinto de la parte primera de la Resolución 400. De conformidad con el artículo 1.5.2.2 de la Resolución 400, se establece que podrá tener la calidad de inversionista profesional todo cliente que tenga la experiencia y conocimientos necesarios para comprender, evaluar y gestionar adecuadamente los riesgos inherentes a cualquier decisión de inversión, en tanto cuente con un patrimonio igual o superior a diez mil (10.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes, y cumpla con al menos una de las siguientes condiciones: (i) Ser titular de un portafolio de inversión de valores igual o superior a cinco mil (5.000) salarios mínimos legales vigentes ó; ii) Haber realizado directa o indirectamente quince (15) o más operaciones de enajenación o de adquisición,

durante un período de sesenta (60) días calendario, en un tiempo que no supere los dos años anteriores al momento en que se vaya a realizar la clasificación del inversionista. El valor agregado de estas operaciones debe ser igual o superior al equivalente a treinta y cinco mil (35.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes. En cuanto a la calidad de inversionista autorizado, dispone la Resolución 400 que en forma previa a la realización de la operación, será obligación del adquirente certificar su calidad de inversionista autorizado.

Por vía de excepción, el artículo 1.4.0.4 de la Resolución 400, establece la posibilidad de inversionistas no calificados de adquirir valores emitidos en el segundo mercado en tanto se trate de: (i) compraventas de acciones o bonos convertibles en acciones que efectúen entre sí los accionistas de la sociedad emisora; (ii) las suscripciones de acciones o de bonos convertibles en acciones que se efectúen en uso del derecho de preferencia y; (iii) las readquisiciones de acciones que se realicen de conformidad con las disposiciones legales establecidas para el efecto.

En segundo lugar, en cuanto a la negociación de los títulos en el segundo mercado, a pesar de que el título cuarto de la Resolución 400 únicamente hace referencia a la inscripción en el RNVE; son tres las instancias que en orden cronológico deben surtir las empresas al momento de una emisión o listado de sus valores en el segundo mercado: la inscripción en el RNVE ante la Superintendencia Financiera –en adelante la SFC-, el depósito de los valores en el Depósito Centralizado de Valores S.A. –en adelante DECEVAL-, y la inscripción ante la Bolsa de Valores de Colombia –en adelante BVC-, tal y como se muestra en la siguiente gráfica:⁵



En lo que atañe a los requisitos que deben cumplirse para la inscripción en el RNVE de los títulos que serán transados en el segundo mercado, el artículo 1.4.0.8 de la Resolución 400 establece unos requisitos particulares y menos estrictos que los previstos en su artículo 1.1.2.3 para la inscripción de emisiones que serán negociadas en el mercado principal, disponiendo que para efectos de la inscripción en el RNVE, deberán presentarse ante la Superintendencia de Valores –hoy SFC- los siguientes documentos: (i) Constancia expedida por el revisor fiscal, o por el representante legal para el caso de aquellas entidades que no tienen revisor fiscal, en la cual se certifique el cumplimiento de todos los requisitos legales para efectuar la emisión; (ii) Formulario de inscripción totalmente diligenciado según el formato establecido por la Superintendencia de Valores para el segundo mercado; (iii) Certificado de existencia y representación legal de la entidad emisora; (iv) Facsímil o modelo del respectivo valor, en el cual deberá incluirse en forma destacada que el mismo sólo puede ser adquirido por los inversionistas autorizados conforme a lo dispuesto en la presente resolución. Adicionalmente, se dispone que cuando los títulos estén denominados en una moneda diferente al peso colombiano, deberá anexarse copia de los documentos que acrediten el cumplimiento del régimen cambiario y de inversiones internacionales, cuando a ello haya lugar. La Superintendencia Financiera cuenta con un término de diez (10) días, contados a partir de la fecha de radicación en la entidad de todos los documentos referidos para efectuar las observaciones que considere pertinentes.

Por su parte, en cuanto a las funciones del DECEVAL frente a títulos a ser colocados en el segundo mercado, esta entidad se encarga de manejar

electrónicamente y controlar las transferencias, registros, pagos de capital e intereses y todos los aspectos relacionados con la administración de emisiones privadas, tanto de renta fija como de acciones.⁶ Dependiendo de si la emisión es materializada o desmaterializada, serán las funciones asumidas por DECEVAL; en el primer caso, DECEVAL se encarga de la custodia de los títulos, traducida en su inmovilización en bóvedas de alta seguridad; en el segundo, el emisor ampara toda la emisión a través de un título global desde su suscripción primaria y su colocación se realiza a partir de anotaciones en cuenta. En este tipo de emisiones, es necesario suscribir un contrato de depósito de Emisiones con DECEVAL para la administración de la emisión y entregar al Depósito el título global que respalde la emisión total o parcialmente.⁷

Respecto de la inscripción de valores a ser negociados en el segundo mercado, ni la Circular Única de la BVC, ni el Reglamento de la BVC, establecen una diferenciación en cuanto a los requisitos que deben observarse para efectuar la inscripción en la BVC, a diferencia de los requisitos para la inscripción en el RNVE a los que se hizo referencia precedentemente. Teniendo en cuenta lo anterior, para efectos de proceder a la inscripción ante la BVC, será necesario cumplir con los requisitos generales de inscripción de valores establecidos en el artículo 1.1.1.⁸ de la Circular Única de la BVC, así como los requisitos especiales previstos

⁶ Información obtenida de la página web de la Bolsa de Valores de Colombia en: <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Empresas/C%C3%B3mo+inscribirse+en+la+bolsa+%3F>.

⁷ Información obtenida de la página web del Depósito Centralizado de Valores S.A. en: <http://www.deceval.com/servicios.html>

⁸ De manera general, de conformidad con lo dispuesto en el numeral 1.1.1 la Circular Única de la BVC, los requisitos que se deben cumplir, y los documentos que se deben presentar para tramitar la inscripción ante la Bolsa de Valores de Colombia son los siguientes: (i) la solicitud de inscripción dirigida a la Bolsa, suscrita por el representante legal de la entidad. En esta carta también se debe designar un funcionario de alto nivel del emisor o del administrador de la emisión que coordinará con la BVC las actividades comerciales y operativas que surjan de la misma. En dicha comunicación se deberá designar un funcionario de nivel directivo del emisor o del administrador de la emisión que coordinará con la Bolsa las actividades comerciales y operativas que surjan con ocasión de la inscripción y durante la vida útil de la misma; (ii) Constancia de inscripción del valor o del Programa de Emisión, según sea el caso, en el RNVE; (iii) Copia autorizada del extracto pertinente del acta en la cual conste la autorización del órgano competente del emisor para la emisión y su inscripción en Bolsa; (iv) Para la inscripción de aquellos valores para los cuales las normas vigentes no establecen la inscripción automática, se deberá allegar el texto compilado de los estatutos de la sociedad emisora o administradora de la emisión, según el caso, o el extracto de dichos estatutos en donde conste el órgano interno al cual le corresponde autorizar la emisión y su inscripción en Bolsa, en ambos casos suscritos por un Representante Legal, incluyendo su certificación de que el documento allegado contiene los Estatutos Sociales del emisor, actualizados y vigentes a la fecha de la solicitud de inscripción; (v) Certificado de existencia y representación legal de la entidad emisora expedido por la autoridad competente

respecto de cada título particular, establecidos en el numeral 1.1.2⁹ de la reseñada Circular. Frente a la normatividad referida es importante destacar que las disposiciones contenidas en la Circular Única de la BVC, establecen exactamente en los mismos términos y sin distinción, los requerimientos de suministro de información y documentación que deben cumplir los emisores del primer y del segundo mercado.

Aunado a los mencionados requerimientos de información, es importante señalar que mediante la expedición de la Circular 14 de 2009 de la SFC, se establecieron instrucciones relativas a la revisión y adecuación del Sistema de Control Interno dirigidas a las entidades supervisadas por la SFC, dentro de las cuales se encuentran los emisores del mercado de valores. En virtud de dicha Circular se establecen entre otros, requerimientos relativos a la existencia de un ambiente de control; la gestión de riesgos; el adelantamiento de actividades de control, información comunicación, monitoreo; y la realización de evaluaciones independientes entre otros. En la medida en que la referida Circular no realiza ninguna distinción, los citados requerimientos deben ser cumplidos en los mismos términos, tanto por emisores del mercado principal como por emisores del segundo mercado.

respectiva, con una antelación no superior a tres (3) meses; (vi) Estados financieros dictaminados correspondientes a los dos últimos períodos anuales y al último informe financiero trimestral, únicamente cuando la emisión respectiva no requiera prospecto de información; (vii) Carta de compromiso y autorización a la Bolsa, en relación con las obligaciones que el emisor asume, conforme al formato establecido por la Bolsa, suscrita por el representante legal de la entidad emisora y por el de la entidad administradora de la emisión, si la hubiere; (viii) Tratándose de la inscripción de un valor no desmaterializado un (1) facsímil anulado del título en original y certificado expedido por el Deceval o DCV que indique que los valores cumplen con las condiciones establecidas por el respectivo depósito para ser ingresados al mismo; (ix) Tratándose de la inscripción de una emisión desmaterializada, certificación expedida por el respectivo depósito de valores en la que conste que el macrotítulo se encuentra en bóveda; (x) Siempre que la emisión requiera prospecto de información, se debe adjuntar un (1) ejemplar en medio físico y uno (1) en medio magnético del prospecto de información definitivo y aprobado por la SFC en el que se incluyan los Estados Financieros que se requieran para la inscripción en el RNVE. En la portada del prospecto de información y en los títulos correspondientes deberá constar de manera expresa y visible que la inscripción en la Bolsa no garantiza la bondad del título ni la solvencia del emisor; (xi) Formulario de vinculación de clientes y proveedores, accionistas y emisores de la Bolsa conforme al formato establecido por la Bolsa debidamente suscrito por el representante legal de la entidad emisora junto con copia del RUT y copia del documento de identidad del representante legal; (xii) Contar con una página web en la cual se encuentre a disposición del público la información del emisor salvo para las excepciones establecidas en la Circular; (xiv) Informar a la Bolsa cualquier cambio que haya sufrido la composición accionaria de la sociedad o su estructura administrativa, durante el lapso transcurrido entre la fecha de inscripción y la de la solicitud.

⁹ Por su parte, dependiendo de la clase de valor a emitir, deberán observarse los requisitos específicos establecidos en el numeral 1.1.2 de la Circular Única de la BVC.

Frente a los requerimientos de información y los estándares de control interno que deben cumplir los emisores del segundo mercado referidos, debe tenerse en cuenta que en la práctica, los costos relacionados con su cumplimiento pueden convertirse en una barrera de entrada para la participación de las PYMES en el segundo mercado. De ahí que sea necesario evaluar su razonabilidad con miras a preservar la transparencia de la información en el mercado, sin hacer que la participación de los pequeños y medianos empresarios como emisores del segundo mercado sea insostenible.

Por su parte, y en cuanto a las tres instancias que deben cumplirse para efectos de la negociación de títulos en el segundo mercado a las que se hizo referencia, es importante señalar que cada una de estas supone así mismo unos costos que debe asumir el emisor. La presente tabla muestra algunos de los principales costos que a la fecha deben asumir un emisor tanto al momento de la inscripción en el RNVE y en la BVC como en la afiliación en DECEVAL y su respectivo sostenimiento:

| Norma que la establece | Concepto | Tarifa |
|--|--|---|
| Resolución 1200 de 1995 de la Superintendencia de Valores. Artículos 2.1.3.1 y ART. 2.1.3.2. | Derechos de inscripción y valor de las cuotas para los emisores del segundo mercado | ART. 2.1.3.1.—Derechos de inscripción. Los emisores de valores que hagan parte del segundo mercado deberán pagar derechos de inscripción en el registro nacional de valores e intermediarios por un valor equivalente al cincuenta por ciento (50%) de la suma resultante de aplicar la tarifa de que tratan los capítulos 1º y 2º del título 1º de la parte segunda de la presente resolución. ART. 2.1.3.2.—Cuotas. Los emisores de valores que hagan parte del segundo mercado deberán pagar únicamente una vez al año la cuota a que hacen referencia los artículos 2.1.2.1 y 2.1.2.2 de la presente resolución. PAR.—Para aquellos emisores que tengan inscritos valores en el mercado principal y en el segundo mercado, no habrá lugar a la aplicación de lo consagrado en el artículo anterior. |
| Resolución 1245 de 2006 de la Superintendencia Financiera. Artículo 5 | Derechos de inscripción en el RNVE de valores que se emitan en el segundo mercado. | Artículo 5 Los derechos de inscripción de los valores, que se pretendan emitir en el segundo mercado, tendrán una tarifa del 0.04 por mil del patrimonio del emisor registrado a 31 de diciembre del año inmediatamente anterior a la fecha de inscripción. La inscripción de este tipo de emisiones no será objeto del beneficio consagrado en el artículo 3º de la presente resolución. |

| | | |
|---|--|--|
| Resolución 1245 de 2006 de la Superintendencia Financiera. Artículo 11 | Régimen De Tarifas Y Liquidación De La Cuota Anual Del 2006 del RNVE¹⁰ | Artículo 11 Parágrafo 3: Los valores que hagan parte del segundo mercado, tendrán una tarifa del 0.05 por mil del patrimonio del emisor registrado a 31 de diciembre del año inmediatamente anterior al período de liquidación. |
| Resolución 1245 de 2006 de la Superintendencia Financiera. Artículo 9 Parágrafo | Derechos aplicables a la autorización de ofertas públicas del RNVE | Artículo 9 Parágrafo. Tratándose de valores que se oferten en el mercado primario y hagan parte del segundo mercado no habrá lugar al cobro de derechos de oferta pública. |
| Circular Única de la Bolsa De Valores De Colombia. Parágrafo del Numeral 1.1.1 Números 6.7.1 y siguientes | Tarifas Por Inscripción Y Sostenimiento De Inscripción De Valores | <p>1.1.1. Requisitos Generales De Inscripción De Valores En La Bolsa. Parágrafo segundo: Por concepto de la inscripción, la entidad emisora pagará una cuota de admisión y anualmente una cuota de sostenimiento, ambas en la cuantía que establezca la Bolsa de acuerdo con el título que se inscriba. La Bolsa podrá abstenerse de autorizar la inscripción de un nuevo valor de un emisor que tenga títulos inscritos cuando éste se encuentre en mora en el pago de sus obligaciones para con la Bolsa.</p> <p>6.7.1. Política General De Cobro. Las políticas generales sobre tarifas por concepto de inscripción y sostenimiento son:</p> <p>a) Inscripción: La tarifa de inscripción se cobra una vez aprobada la inscripción por la Bolsa de Valores de Colombia independientemente de la fecha en que se haga efectiva o salga la emisión al mercado. Para inscripciones nuevas se cobrará la tarifa plena, con independencia del mes en que se realice la inscripción de los títulos.</p> <p>b) Sostenimiento: Para los títulos que estén inscritos en la Bolsa de Valores de Colombia a 31 de diciembre de 2009 se cobrará una cuota de sostenimiento para el año 2010. La cuota de sostenimiento para el año 2009 de las acciones que hayan sido inscritas en el año 2008, será equivalente al 50% del valor de la cuota de sostenimiento establecida en el artículo 6.7.2. de la Circular Única BVC. Los títulos diferentes de acciones que sean inscritos en el año 2008, solo pagarán la tarifa de inscripción y se les cobrará la cuota de sostenimiento a partir del año 2009. Las acciones que sean inscritas en el año 2008, no pagarán la tarifa de inscripción, y se les cobrará la cuota de sostenimiento a partir del año 2009.</p> <p>c) Tanto las cuotas de inscripción como las cuotas de sostenimiento se facturarán y pagarán en un solo contado.</p> <p>6.7.2. Tarifas para acciones. Las tarifas de Inscripción y Sostenimiento se calculan con base en el patrimonio total de la empresa a 31 de diciembre del año 2009, conforme a los rangos establecidos en el siguiente cuadro:</p> |

¹⁰ Según concepto número 2010020868-001 del 30 de Marzo de 2010 de la Superintendencia Financiera "Los derechos de inscripción, de oferta pública y de mantenimiento en el RNVE, se calculan teniendo en cuenta lo previsto en la Resolución 1245 del 19 de junio de 2006 expedida por la Superintendencia Financiera de Colombia y se liquidan en cada caso en particular, teniendo en cuenta las directrices fijadas en la citada resolución."

| 2.010 | | |
|------------------------|-----------|------------|
| Cifras en millones COP | | COP |
| - | 4.756 | 9.246.000 |
| 4.757 | 9.658 | 11.528.000 |
| 9.659 | 14.265 | 13.925.000 |
| 14.266 | 21.398 | 18.718.000 |
| 21.399 | 28.679 | 22.713.000 |
| 28.680 | 38.487 | 26.707.000 |
| 38.488 | 45.917 | 29.333.000 |
| 45.918 | 58.697 | 32.414.000 |
| 58.698 | 76.529 | 36.066.000 |
| 76.530 | 119.030 | 38.805.000 |
| 119.031 | 153.059 | 42.115.000 |
| 153.060 | 255.149 | 46.338.000 |
| 255.150 | 510.148 | 48.963.000 |
| 510.149 | 743.005 | 51.017.000 |
| 743.006 | 1.188.808 | 52.387.000 |
| 1.188.809 | 1.486.012 | 53.984.000 |
| 1.486.013 | o más | 55.583.000 |

(...) 6.7.4. Tarifas para bonos y títulos emitidos en procesos de Titularización (...)

3. Emitidos por organismos multilaterales y entidades que no hagan parte del Sector Financiero:

Tarifa de Inscripción: El cero punto cero cinco seis cuatro por ciento (0.0564%) calculado sobre el monto total ofertado por cada emisión. El pago de la inscripción por cada emisión no excederá en ningún caso de sesenta y tres millones un mil pesos moneda corriente (\$63.001.000).

Tarifa de Sostentamiento: El cero punto cero dos ochenta por ciento (0.0280%) calculado sobre el monto en circulación a 31 de diciembre del año 2009 para los emisores vigentes a esa fecha. El pago anual por cada emisión no excederá en ningún caso de treinta y un millones seiscientos quince mil pesos moneda corriente (\$31.615.000). Para el caso de los títulos emitidos en procesos de titularización, el emisor lo constituyen los patrimonios autónomos a los cuales se les aplicará la tarifa de conformidad con el sector que corresponda al originador.

DECEVAL
INSTRUCTIVO
No. 12-34. 14 de
Diciembre de 2009

Instructivo
De Tarifas
2010

1.1 AFILIACIÓN Y SOPORTE TÉCNICO

1.1.1 **Cuota de Afiliación:** Representa el valor de la afiliación como Depositante Directo y corresponde al pago, por una sola vez, de una suma fija que le dará derecho al Depositante Directo a operar en el Sistema del Depósito de Valores y a la instalación del Sistema de Información de DECEVAL en una terminal provista por el mismo. Se facturará al cierre del mes calendario en el que se afilió el Depositante.

1.1.2 **Terminal Adicional:** Valor fijo que corresponde al costo de instalación del Sistema del Depósito por terminal adicional habilitada por el Depositante Directo para la operación con DECEVAL. Se facturará al cierre del mes calendario en el que se instale.

1.1.3 **Cuota de Sostentamiento Anual:** Corresponde al pago de una suma fija anual por Depositante Directo, usuario del sistema de información de Deceval, independientemente del número de terminales instaladas. Representa los costos por instalación y mantenimiento del sistema del Depósito, de su soporte técnico y la actualización del software en clientes. Se liquida y cobra anticipadamente en enero de cada año.

En el evento que el Depositante Directo se vincule en el transcurso del año, su cobro se realizará proporcional al tiempo que falte para terminar el año calendario.

1.1.4 **Tarifa Fija de Operación Mensual:** Valor fijo que se liquida y factura al cierre de cada mes calendario a los depositantes directos por el derecho a realizar operaciones a través del sistema de información de Deceval, independientemente del número de terminales instaladas y del saldo en custodia

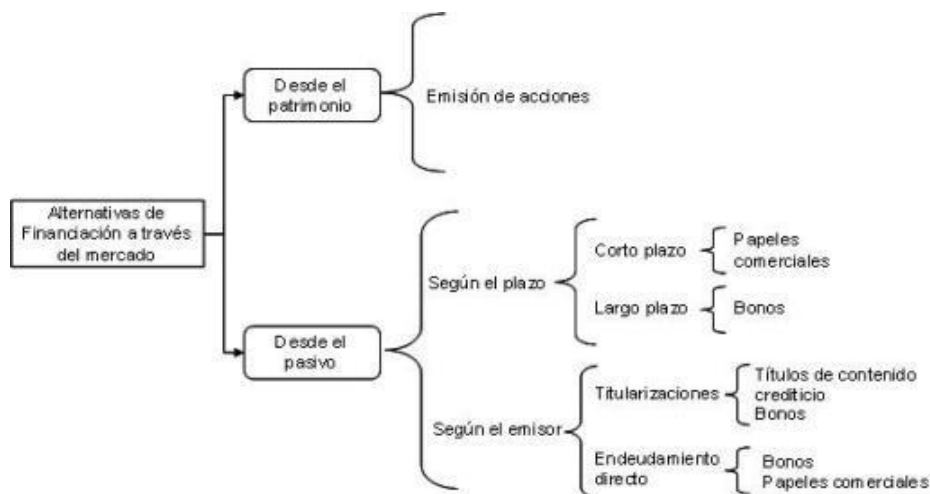
II. TARIFAS

| 1. DEPOSITO DE VALORES | |
|--|--|
| 1.1 AFLIACION Y SOPORTE TECNICO | |
| 1.1.1 | Cuota de afiliación 8,363,300.00 |
| 1.1.2 | Terminal adicional 3,933,000.00 |
| 1.1.3 | Cuota de sostenimiento anual 3,501,500.00 |
| 1.1.4 | Tarifa fija de operación mensual 233,810.00 |

Aunado a los costos referidos, existen otros costos en los que debe incurrir un emisor del segundo mercado, como lo son aquellos derivados de la colocación de los valores o underwriting, del cumplimiento de las obligaciones de reporte de información y de control interno, de la contratación de garantías para respaldar la operación, y de la contratación de banqueros de inversión y asesores legales que estructuren la emisión entre otros. Todos estos costos son decisivos en el análisis costo/beneficio que realiza un empresario al momento de determinar si acudir al mercado de valores es una alternativa de financiación rentable para su negocio; de ahí que sea fundamental realizar una evaluación exhaustiva acerca de su razonabilidad y de hasta qué punto hacen competitiva la emisión de valores frente a otras alternativas de financiación –v.g. la capitalización de los socios, o préstamos a través del sistema bancario entre otros-.

En lo que respecta a los valores que pueden hacer parte del segundo mercado, el artículo 1.4.0.7 de la Resolución 400 de 1995 establece que podrán hacer parte de este, los valores emitidos por entidades que por su naturaleza puedan realizar emisiones de títulos de contenido crediticio, de participación, o mixtos, para ser colocados y negociados en el mercado público de valores. Teniendo en cuenta lo anterior, las alternativas de financiación a través del segundo mercado son

diversas, y pueden provenir del patrimonio o del pasivo de la entidad emisora así:¹¹



En lo relativo a los valores emitidos en el segundo mercado, es importante señalar la existencia de algunas excepciones respecto de las normas aplicables al mercado principal, establecidas en el artículo 1.4.0.15 y siguientes de la Resolución 400. Dichas excepciones consisten en: (i) la inaplicación de exigencias relativas a montos mínimos para las emisiones realizadas en el segundo mercado; frente a emisiones de bonos y de papeles comerciales se establece que no serán aplicables los montos mínimos de emisión de dos mil (2000) salarios mínimos mensuales consagrado en el numeral 1 de los artículos 1.2.4.2 y 1.2.4.7 respectivamente; (ii) la ausencia del requisito de contar con un Representante Legal de los tenedores de bonos para emisiones de bonos realizadas en el segundo mercado; y (iii) respecto a las compraventas de acciones que hacen parte del segundo mercado y que se encuentran inscritas en Bolsa; la inaplicación de las disposiciones contenidas en el numeral 1.2.5.3, que establece la necesidad de que la compraventa de acciones inscritas en una bolsa de valores, que represente un valor igual o superior al equivalente en pesos de sesenta y seis mil

¹¹ Gráfica publicada en la página web de la Bolsa de Valores de Colombia en: <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Preguntas+Frecuentes>

(66.000) unidades de valor real UVR, deba realizarse obligatoriamente a través de los módulos o sistemas transaccionales de dicha bolsa.

Aunado a los requisitos que enmarcan la emisión y negociación de los títulos en el segundo mercado, el artículo 1.4.0.9 de la Resolución 400 de 1995, modificado por el artículo 13 del Decreto 3139 de 2006, establece el deber de los emisores de valores que hacen parte del segundo mercado, de mantener permanentemente actualizado el registro nacional de valores y emisores remitiendo a la SFC, a las bolsas de valores y a los sistemas de negociación en que se encuentren inscritos, las informaciones de que trata la sección III del capítulo II del título I de la parte primera de la Resolución 400 de 1995¹², con sujeción a los plazos, condiciones y formularios que la SFC determine.

A este respecto es importante destacar que a partir de la citada modificación, se eliminaron las disposiciones contenidas originalmente en el párrafo segundo del artículo 1.4.0.9¹³ de la Resolución 400, que establecían una periodicidad anual para la remisión de la información referida en el entonces numeral 1.1.3.3 de la Resolución 400 para los emisores del segundo mercado, cuya remisión para los emisores del mercado principal se establecía de manera trimestral. En virtud de dicha modificación, la normatividad actual prácticamente equipara los requerimientos de información establecidos para los emisores del mercado principal y los emisores del segundo mercado.

Con relación a este punto y a partir de lo dispuesto en inciso final del referido artículo 1.4.0.9 y en el párrafo del artículo 1.1.2.16; se faculta a la SFC a

¹² Las obligaciones de reporte de información de que trata la sección III del capítulo III del título I de la parte primera de la Resolución 400 de 1995 se refieren principalmente a: (i) las Obligaciones generales (artículo 1.1.2.14); (ii) las informaciones de fin de ejercicio (artículo 1.1.2.15.); (iii) la Información de períodos intermedios (artículo 1.1.2.16) y la información relevante (artículo 1.1.2.18).

¹³ Los párrafos del artículo 1.4.0.9 de la Resolución 400 de 1995 originalmente establecían: “PAR. 1°—La información de que trata el numeral 2.1 del artículo 1.1.3.2 de la presente resolución se deberá remitir en el formulario especial para segundo mercado. PAR. 2°—Para efectos de la presente resolución la información requerida en el artículo 1.1.3.3 tendrá una **periodicidad anual** y deberá ser remitida en el formulario especial para segundo mercado.”

establecer plazos, condiciones y formularios para el reporte de la información por parte de emisores del segundo mercado. En ejercicio de dicha facultad, es importante que la SFC tenga en cuenta las diferencias en cuanto a las condiciones de los emisores que participan en el mercado principal respecto de los del segundo mercado, así como el carácter de profesionales de los inversionistas calificados quienes como se mencionó, son los únicos habilitados para invertir en títulos del segundo mercado. En este sentido, los requisitos que fije la SFC deberán ser susceptibles de ser cumplidos por parte de los emisores del segundo mercado sin imponer cargas excesivas que hagan inviables sus emisiones; salvaguardar la transparencia en las negociaciones que se adelanten en dicho mercado; y mantener suficientemente informados a los inversionistas y a los actores del mercado en general.

Finalmente, en lo que respecta a las consecuencias de la inobservancia de las disposiciones contenidas en el Título Cuarto de la Resolución 400 explicadas precedentemente, incluyendo las relativas al régimen de oferta pública; establece su artículo 1.4.0.6 que en estos casos, los administradores de las sociedades emisoras deberán abstenerse de inscribir en el libro de registro de accionistas o de tenedores, los traspasos originados en dichas operaciones.

En los términos del artículo 1.2.1.1 de la Resolución 400, se entiende por oferta pública de valores, aquella que se dirija a personas no determinadas o a cien o más personas determinadas, con el fin de suscribir, enajenar o adquirir documentos emitidos en serie o en masa, que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de participación y de tradición o representativos de mercancías. Específicamente en lo que respecta a la oferta de acciones o de bonos obligatoriamente convertibles en acciones, dicha disposición establece que no se considerará pública la oferta de dichos títulos dirigida a los accionistas de la sociedad emisora, siempre que sean menos de quinientos (500) los destinatarios de la misma. Lo anterior salvo que además de dirigirse a dichas personas, la

oferta se realice a cien o más personas determinadas, en cuyo caso también se considerará como una oferta pública¹⁴.

Las ofertas públicas a realizarse en el segundo mercado cuentan con un régimen especial consagrado en los artículos 1.4.0.11 y siguientes de la Resolución 400 que establecen: (i) los documentos que deben presentarse ante la SFC para solicitar la autorización para realizar una oferta pública; (ii) el procedimiento para llevarla a cabo; (iii) el contenido del prospecto de colocación; y (iv) disposiciones sobre la publicación de operaciones realizadas en el segundo mercado.

En cuanto a las ofertas públicas de documentos que van a ser negociados en el segundo mercado, es importante señalar que en los términos del artículo 1.4.0.12 de la Resolución 400 de 1995, estas ofertas se entenderán autorizadas siempre y cuando se presenten ante la SFC los documentos enunciados en dicha disposición y se siga el procedimiento descrito en el artículo 1.4.0.13. Los documentos referidos en el artículo 1.4.0.12 son: (i) la comunicación suscrita por el representante legal de la entidad en la cual se indique la intención de efectuar una oferta pública de valores en el segundo mercado; (ii) dos ejemplares del prospecto de colocación¹⁵, en el que deben incluirse como mínimo los contenidos referidos

¹⁴ Adicionalmente, en los términos de la citada disposición y sin importar el número de personas a quienes se encuentre dirigida; tampoco se considerará como pública, la oferta de acciones resultante de una orden de capitalización impartida por autoridad estatal competente, dirigida exclusivamente a accionistas de la sociedad, o la que tenga por objeto capitalizar obligaciones de la misma, siempre y cuando se encuentren reconocidas dentro de un proceso concursal en el que se haya tomado tal decisión.

¹⁵ Según lo dispuesto en el artículo 1.4.0.14 de la Resolución 400 de 1995, el prospecto de colocación de valores que hacen parte del Segundo Mercado y serán ofrecidos en el mercado primario, deberá contener por lo menos lo siguiente: 1. Nombre comercial del emisor, su domicilio principal y dirección de la oficina principal; 2. Advertencia, en caracteres destacados, en cuanto a la restricción que tienen los títulos para su adquisición en el sentido de que por hacer parte del segundo mercado ellos sólo podrán ser adquiridos por los inversionistas autorizados; 3. Clase de título que será objeto de la oferta, destinatarios de la oferta, ley de circulación, valor nominal, reglas relativas a la reposición, fraccionamiento y englobe de títulos, monto total de la emisión, series en que se divide la emisión con las principales características de cada una y la advertencia de que el precio se determinará en forma conjunta con los inversionistas autorizados en forma previa a la formulación de la oferta; 4. Para los títulos de contenido crediticio el lugar, fecha y forma de pago del capital y del rendimiento; el sistema de amortización y las demás condiciones financieras de la emisión; 5. Bolsas de valores en que estarán inscritos los títulos, cuando a ello haya lugar; 6. Tratándose de bonos que estén acompañados de cupones de suscripción de acciones, las condiciones en que puede realizarse dicha suscripción; 7. Tratándose de bonos, el o los diarios en los cuales se publicarán los avisos e informaciones que deban comunicarse a los tenedores por tales medios. La entidad emisora podrá cambiar dicho medio de información cuando previamente se informe de tal circunstancia a los tenedores por medio de un aviso destacado en el diario identificado en el respectivo prospecto; 8. Los estados financieros del último cierre de ejercicio; 9. La advertencia, en caracteres destacados, de que la inscripción en el registro nacional de valores e intermediarios y la autorización para la oferta pública no implican certificación por parte de la Superintendencia de Valores sobre la bondad del valor o la solvencia del emisor.

en el artículo 1.4.0.14 de la Resolución y; (iii) el proyecto de aviso de oferta¹⁶, el cual deberá dirigirse a todos los inversionistas autorizados, indicando que de acuerdo con lo estipulado en los artículos 1.4.0.4 y 1.4.0.5 de la presente Resolución, los títulos sólo podrán ser adquiridos por los inversionistas autorizados. En todo caso la SFC cuenta con un término de diez días, contados a partir de la fecha de radicación en la entidad de todos los documentos de que trata este artículo, para efectuar las observaciones que considere pertinentes.

En cuanto al procedimiento descrito en el artículo 1.4.0.13 de la Resolución 400 para la realización de ofertas públicas dirigidas al segundo mercado, se establece que una vez remitidos a la SFC los documentos de que trata el artículo 1.4.0.12, el emisor deberá iniciar, en un término no superior a un (1) mes, en forma directa o a través de sociedades comisionistas de bolsa, un proceso promocional dirigido hacia los potenciales inversionistas, con el propósito de poner a disposición de estos toda aquella información relacionada con la empresa emisora que sea requerida por el inversionista para decidir sobre la realización de la inversión. Una vez agotados los pasos anteriores, el emisor deberá proceder en forma inmediata a efectuar la publicación del aviso de oferta, en un periódico de circulación nacional, en el boletín diario de la bolsa de valores o en cualquier otro medio idóneo.

2. Experiencia Internacional

En varios países del mundo se ha visto necesidad de establecer una serie de requisitos más flexibles para que ciertas empresas puedan acceder al mercado de valores como emisores, de una forma más fácil, con el fin de incentivar el crecimiento del mismo. Como se sabe, el acceso de las empresas a los mercados financieros no es un proceso sencillo, pues los emisores deben contar con unas

¹⁶ De conformidad con lo establecido en el numeral 3 del Artículo 1.4.0.12 de la Resolución 400 de 1995, el proyecto de aviso de oferta deberá incluir como mínimo: el reglamento de colocación, los destinatarios de la oferta y la advertencia en caracteres destacados, de suerte que resalte visiblemente en el texto del aviso, que la inscripción en el registro nacional de valores e intermediarios y la autorización para realizar la oferta pública, no implican certificación por parte de la Superintendencia de Valores sobre la bondad del valor o la solvencia del emisor. Así mismo, deberá indicar que el prospecto de colocación se encuentra a disposición de los posibles inversionistas en las oficinas de la Superintendencia de Valores, de la sociedad emisora, de los agentes colocadores y, cuando a ello haya lugar, de las bolsas en que estarán inscritos los títulos.

características especiales para poder acceder a los recursos del público inversionista, bien jurídico especialmente protegido en la mayoría de países. Por ello, emitir valores en escenarios de negociación como una bolsa de valores exige el cumplimiento de unos criterios bastante restrictivos en cuanto a capitalización, obtención de beneficios previos, número de accionistas, revelación de información, además del cumplimiento de varios trámites ante varios entes (v.gr. la bolsa respectiva, el regulador del país del emisor, el regulador del país de negociación de los valores, entre otros).

Un ejemplo representativo de este tipo de mercado es el Alternative Investment Market, conocido como AIM, el cual tiene su sede en la bolsa de Londres. Adicionalmente, se encuentra el TSX Venture Exchange de la bolsa de Toronto, el Nuevo Mercado de Brasil, entre otros.

El AIM inició como mercado en el año de 1995 y se ha convertido en una alternativa estupenda para empresas que no puedan, o no quieran, estar sujetas a tantas restricciones como los emisores del mercado primario. En el AIM valores más de 1.000 empresas con un volumen de negociación que en 2004 superó los 25.000 millones de euros¹⁷.

“Inscribirse en el AIM no incluye requisito de transabilidad en el pasado, patrimonio mínimo, capitalización bursátil mínima, aprobación de accionistas para transacciones, o flotante mínimo. Además, los documentos de inscripción no son analizados por la bolsa o el departamento de inscripciones (UKLA) del FSA”¹⁸.

Sin embargo, la flexibilidad no se convierte en la única ventaja del AIM. Igualmente, los menores requisitos respecto de revelación de información hacen que las empresas pequeñas, incluso familiares, se ven cada vez más atraídas a

¹⁷ ANÓNIMO. AIM, mercado financiero para los menos grandes. En: <http://www.elblogsalmon.com/mercados-financieros/aim-mercado-financiero-para-los-menos-grandes>. Octubre 13 de 2005.

¹⁸ AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES – AMV. La Dinamización del mercado del Mercado de Valores en Colombia: Oferta y Demanda.

este tipo de mercados, pues como es natural, en una empresa pequeña o mediana, los accionistas no tienen mayor interés en revelar al público la propiedad de la compañía o perder el control¹⁹.

Un segundo caso exitoso ocurrió en Latinoamérica, en donde en principio, se pensaría que las empresas pequeñas no tienen interés en cotizar en las bolsas. En Brasil los mercados de valores para los años 1996 hasta 2003 se encontraban en una especie de crisis debido a la falta de oferentes o emisores. En dicho período de tiempo hubo solo cuatro registros de ofertas públicas iniciales en mercado primario²⁰. La razón de ello radicaba en que era difícil hacer emisiones por debajo de los US\$100 millones y el acceso para las Pymes era limitado. En pocas palabras, el mercado estaba desapareciendo, en palabras de Eduardo Manhaes Ribeiro Gomes, Superintendente de Relaciones Internacionales de la Comissao de Valores Mobiliários de Brasil²¹.

Atendiendo a estas necesidades, nace el Novo Mercado, el cual surge como una iniciativa privada, asegurada mediante en un contrato, pues la incorporación al mismo es voluntaria y las empresas que deciden acogerse, se comprometen a cumplir con los más altos estándares de gobierno corporativo y resuelven a través de medios de arbitraje los conflictos.

Los resultados fueron más allá de lo esperado. *“La oferta de nuevas colocaciones y en especial de acciones es creciente. Mientras en el 2004 el volumen alcanzó los US\$3,7 billones, al 2007 subió a US\$38,8 billones, de los cuales 53% pertenecen a mercado primario. El número de ofertas públicas iniciales fue de 58. La capitalización del mercado de las empresas que cotizan en Bovespa es de US\$1.236,40 billones (hasta agosto del 2008), lo cual representa un 71% como*

¹⁹ *Ibíd*, citando a Dojidge, Karolyi y Stultz (2007).

²⁰ RINCÓN CUÉLLAR, Yumay. Novo mercado y Bovespa Mais: casos de éxito en Brasil. En: <http://www.capitales.com/rss/noticia.php?id=30954>, 09 de Diciembre, 2008.

²¹ *Ibíd*.

porcentaje del PIB. Cerca de 150 empresas participan en el Novo Mercado, de un total de 400²².

Aunado a lo anterior, se creó en Brasil el Bovespa MAIS, un nuevo segmento relacionado con las **Pymes**. Funciona de forma similar al Novo Mercado pero se a un mercado similar al OTC.

Empero, no todos los países que han tratado de implementar el segundo mercado han disfrutado de los mismos buenos resultados. Un ejemplo tratado en la doctrina de los críticos del Mercado Balcón es el Neuer Markt de Alemania , el cual se implementó desde 1997 hasta 2003.²³

Igualmente en España, la implementación del segundo mercado no ha sido del todo satisfactoria pues este tipo de mercado no ha tenido la acogida deseada. Sin embargo, es necesario tener en cuenta las ventajas que podría traer la implementación de un esquema parecido al mercado de valores para un fortalecimiento y mejor desarrollo del sector real de la economía.

3. Importancia de la Profundización del Segundo Mercado en Colombia.

La necesidad de realizar esfuerzos concretos encaminados a la profundización del segundo mercado en Colombia y en particular hacia la participación de las PYMES en dicho mercado, se sustenta en la contribución que el desarrollo del mercado de valores trae en cuanto al crecimiento y estabilidad de una economía, y en particular en las ventajas de acudir al mercado de valores frente a otras alternativas de financiación.²⁴ Las ventajas de acudir al mercado de valores consisten principalmente en:

²² *Ibíd.*

²³ BURGHOFF, Hans-Peter and HUNGER, Adrian. Access to Stock Markets for Small and Medium-Sized Growth Firms: The Temporary Success and Ultimate Failure of Germany's Neuer Markt, octubre de 2003, p. 15.

²⁴ CARMICHAEL, Jeffrey. y POMERLEANO, Michael. The development and regulation of non-bank financial institutions. Washington D.C: The World Bank, 2002, p.143.

- i. La reducción de la vulnerabilidad financiera de las empresas, la cual se logra incrementando su acceso al mercado de valores y reduciendo su dependencia a en la deuda de corto plazo de los bancos.²⁵
- ii. “La asignación a bajo costo de los recursos para la financiación de empresas del sector productivo canalizando en forma eficiente el ahorro hacia la inversión.
- iii. La posibilidad de que los ahorradores que cuentan con excedentes de liquidez puedan participar en la financiación de proyectos de mediano y de largo plazo de la economía. A través de la transformación de los plazos del ahorro y la inversión, se transforman los recursos de corto plazo en capital de largo plazo.
- iv. La facilitación de la liquidez.
- v. La diversificación y socialización del riesgo para los agentes participantes. A través del mercado de valores se socializan los riesgos de la empresa productiva, entre otros los asociados con la investigación y el desarrollo de nuevas tecnologías, promoviendo el desarrollo y la innovación.
- vi. La oferta de una amplia variedad de productos con diferentes características –plazo, riesgo, rendimiento- de acuerdo con las necesidades de inversión o financiación de los agentes participantes de mercado.
- vii. La expectativa de producir mayores rentabilidades que las logradas en el mercado de crédito.”²⁶
- viii. “La obtención de recursos financieros a menor costo. A través del mercado de valores el empresario a través de la emisión de títulos, obtiene directamente de los inversionistas los recursos financieros que necesita, sin necesidad de acudir a créditos bancarios, los cuales generan altos costos financieros, tienen

²⁵ *Ibíd.*, p. 90.

²⁶ AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES. ABC del inversionista. 2009. Bogotá: documento publicado en: http://www.valoresbancolombia.com/valoresBancolombia/formatosPDF/ABCInversionista_Enero2009.pdf. p. 3

spreads muy altos, plazos relativamente cortos, montos limitados, y se traducen en un incremento del riesgo del pasivo.²⁷

ix. El diseño de las fuentes de recursos financieros de acuerdo con las necesidades específicas del empresario emisor, en tanto este se encuentra facultado para definir las condiciones en que obtendrá los recursos financieros – tasas de interés, amortización, plazos, etc.

x. La capitalización de la Compañía: A través de una emisión de acciones, el empresario emisor vincula a nuevos accionistas, capitalizando así la compañía sin incurrir en gastos financieros. Adicionalmente, a través de la emisión de acciones con dividendo mínimo preferencial y sin derecho a votos, el empresario puede conservar el control y poder de decisión de su empresa, otorgando a cambio un dividendo mínimo a los accionistas/inversionistas.

xi. La proyección de la imagen corporativa del emisor, en tanto a través del mercado público de valores el empresario puede dar a conocer las fortalezas y oportunidades de inversión que representa su empresa.

xii. El otorgamiento de liquidez a los activos a través de la estructuración de procesos de titularización.”²⁸

xiii. La promoción del mercado de valores incentiva la competencia entre las distintas alternativas de financiamiento existentes –v.g los créditos bancarios-, y con ello se propicia el ofrecimiento de condiciones más favorables para el emisor/empresario.

Aunado a las anteriores ventajas, es importante señalar el impacto favorable que el mercado de valores tiene frente al desarrollo de una economía. El desarrollo de mercados de valores se traduce en un sistema financiero abierto, dinámico, balanceado y competitivo, en el que el capital se asigna más transparentemente y con una adecuada consideración del riesgo. Las estadísticas del desarrollo del

²⁷ AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES. La dinamización del mercado de valores en Colombia. oferta y demanda. Bogotá: documento publicado en <http://www.amvcolombia.org.co/index.php?pag=home&id=35|92|0>. p. 32

²⁸ SUPERINTENDENCIA DE VALORES. El mercado público de valores: su gran oportunidad, citado por Rojas, Nicolle. Uribe Maria. Relación jurídica de la inversión extranjera de portafolio. p. 15

sector financiero sugieren que, en general, las economías que dependen ampliamente en el sector bancario y poco en el mercado de valores pueden traducirse en altos grados de apalancamiento y bajas rentabilidades.²⁹

4. Propuestas para lograr una mayor profundización del segundo mercado la vinculación de las PYMES

A partir de las consideraciones expuestas en el presente estudio, se evidencia que a pesar del establecimiento de disposiciones normativas encaminadas a promover el segundo mercado y a que las PYMES lo perciban como una alternativa real de financiamiento; en la práctica, las empresas que emiten títulos dirigidos al segundo mercado son en su mayoría grandes empresas que también emiten títulos en el mercado principal, y no se encuadran dentro del concepto de PYME establecido en la normatividad colombiana.

Teniendo en cuenta lo anterior, a continuación se expondrán una serie de propuestas encaminadas a lograr una mayor profundización del segundo mercado y en particular, a vincular a las PYMES como participantes activas del mismo. Para efectos metodológicos, las presentes propuestas serán formuladas desde el punto de vista: (i) del emisor; (ii) de los inversionistas autorizados; (iii) de las políticas que debe adoptar el Estado para lograr dicho cometido y; (iv) Otras Propuestas,

4.1. Propuestas desde el punto de vista del Emisor

La capacitación a los potenciales emisores del segundo mercado es fundamental, teniendo en cuenta los conocimientos especializados que se requieren, no solamente para estructurar una emisión en el mercado de valores, sino para que el empresario defina y entienda cuál de las alternativas emisión que ofrece el mercado, se ajusta más a sus necesidades y posibilidades de financiamiento.

²⁹ CARMICHAEL, op. cit., p. 144

Dentro de los esfuerzos más importantes que en Colombia se han hecho en esta materia se encuentra el Programa Colombia Capital –en adelante el Programa-, programa que surgió como resultado de un convenio suscrito entre el Banco Interamericano de Desarrollo -en adelante BID- y la BVC en su calidad de ejecutora, en representación de las entidades patrocinadoras del convenio: la SFC, las cámaras de comercio de Bogotá, Cali, Bucaramanga y Medellín, la Asociación Nacional de Empresarios –ANDI-, Proexport, Asofondos y DECEVAL; y cuyo objetivo principal consiste en ampliar la profundidad del mercado de capitales mediante el desarrollo de mecanismos alternativos de financiación e inversión de largo plazo para empresas e inversionistas.³⁰

La política que frente al emisor establece el Programa se encuentra orientada al apoyo a los denominados “emisores por primera vez” y a la consolidación de mecanismos de información encaminados a propiciar un mayor conocimiento de los potenciales emisores sobre el mercado; dos focos de fundamental importancia para lograr una mayor profundización del segundo mercado. Para estos efectos, el programa ha trabajado en diferentes frentes, principalmente hacia el apoyo y la capacitación en temas de mercado de valores y gobierno corporativo para empresas que quieran acercarse al mercado; el acercamiento entre los actores y agentes del mercado; el otorgamiento de bonos a las empresas que emitan acciones o bonos; la publicidad en foros, medios de comunicación y la elaboración guías, instructivos y comunicados para los diferentes grupos de interés, entre otros.³¹

Es de importante reconocer los avances obtenidos en el marco del Programa, principalmente los relativos a emisiones exitosas realizadas en el marco del mismo –casos Alpina, Colombina y Alquería–; la vinculación del sector real como potencial inversionista y como parte activa del mercado de valores; el nivel de

³⁰ Información publicada en la página web del Programa Colombia Capital: www.colombiacapital.com.co

³¹ *Ibíd.*

inclusión del Proyecto³² a partir del involucramiento de distintos empresarios colombianos, sociedades gremiales y sindicales, y entidades públicas y privadas que participan en un proceso de emisión; y aportes como la cooperación técnica no reembolsable del Fondo Multilateral de Inversiones del BID -FOMIN- aportante del 60% de los recursos del Programa Colombia Capital³³, aspectos estos que permiten evidenciar la relevancia de darle continuidad al proyecto.

Sin embargo, para efectos de lograr una efectiva vinculación de las PYMES al segundo mercado, es importante reevaluar algunos aspectos del Programa, especialmente los relacionados con las barreras de entrada para poder acceder al mismo –empresas con un volumen mínimo de ventas anuales de \$3 mil millones de pesos³⁴ -; los rubros que de su presupuesto se destinan a la selección de empresas potenciales y a la elaboración de talleres dirigidos a estas –rubros que no tuvieron ninguna participación en el presupuesto modificado del año 2007³⁵ -, los emisores hacia los cuales se dirigen los recursos de los bonos entregados para la emisión, y los recursos destinados para la publicidad y promoción del mercado de valores.

Con relación a este punto, consideramos que el criterio de acceso al Programa debería replantearse en función de las utilidades reales que una empresa de este tipo puede obtener en Colombia y a partir de la realización de estudios de factibilidad de cada caso concreto, orientados a determinar la viabilidad de la emisión realizada por cada empresa en particular. Para estos efectos el acompañamiento especializado del Programa en la emisión y la entrega de bonos de emisión a la PYMES adquieren un papel fundamental, no solamente para efectos de reducir los costos que el empresario debe asumir en la emisión, sino con el fin de que esta sea percibida como una alternativa real y asequible de

³² RONCALLO. Op. cit., p. 52

³³ Información publicada en la página web del Programa Colombia Capital: www.colombiacapital.com.co

³⁴ Información publicada en la página web del Programa Colombia Capital: www.colombiacapital.com.co

³⁵ Convenio ATN/MT-9452-CO Presupuesto Modificado 2007. publicado en : <http://www.colombiacapital.com.co/mx2/administracion/contenido/editor/homeFiles/APORTES.pdf>PAGINA

financiación por parte del pequeño y mediano empresario. En este sentido, los recursos entregados en virtud del programa para financiar las emisiones deben direccionarse prioritariamente hacia las PYMES, y no a grandes empresas que cuentan con mayores posibilidades de financiar su emisión en el mercado de valores, e incluso de acudir al mercado principal.

Otros aspectos respecto de los cuales se requiere adelantar esfuerzos adicionales son los relativos a la sensibilización y el desarrollo de instrumentos de divulgación y de promocionamiento del mercado de valores. A este respecto y en cuanto a las lecciones aprendidas de lo que lleva ejecutándose el proyecto, el Informe semestral del progreso del Convenio a Diciembre de 2009 elaborado por el equipo de Colombia Capital, reconoce que consecución de nuevos emisores, es una labor dispendiosa y de mucho esfuerzo, debido, entre otros aspectos, al desconocimiento sobre los beneficios de financiarse a través del mercado público de valores.³⁶ De ahí la importancia de que una parte importante del presupuesto del programa se destine prioritariamente a la sensibilización y capacitación de los emisores y al desarrollo de instrumentos de divulgación y promoción del Segundo Mercado.

Adicionalmente, y en lo que tiene que ver con la elaboración de talleres y la búsqueda y selección de empresas potenciales, consideramos que este es un rubro fundamental que debe tenerse en cuenta en el desarrollo del Proyecto. Con el fin de lograr la participación activa de las PYMES en el segundo mercado, es importante que el Programa se ocupe de atraer a los potenciales emisores y de que estos perciban el mercado de valores como una alternativa real de financiamiento, para lo cual debe existir un papel activo del Programa en su selección, búsqueda y capacitación. Para estos efectos, la cooperación de las entidades participantes del Programa a las que el empresario acude

³⁶ PACHECO Maria Carolina, Informe semestral de progreso del convenio ATN/MT-9452-CO suscrito entre la BVC y el BID.

permanentemente -Cámaras de Comercio, ANDI y Proexport- y de otras entidades que son familiares al empresario –v.g la Asociación Colombiana de las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas –ACOPI- y sus seccionales- resulta importante, en la medida en que por conducto de estas entidades puede realizarse la primera aproximación y promocionamiento del Programa. A través de la presencia de miembros vinculados al Programa situados en stands ubicados en estas entidades, que le expliquen directamente al empresario cómo el mercado de valores puede ser una real alternativa de financiamiento y coordinen con éste talleres y visitas de capacitación del mercado, se aprovechan las sinergias derivadas de la cooperación de las entidades vinculadas al Proyecto, en la medida en que se reducirían los costos operativos de la búsqueda del empresario potencial emisor, y podrían destinarse más recursos a la capacitación y al la estructuración de la emisión que desarrolle el empresario.

De la mano con la selección de los potenciales emisores, y en cuanto a la capacitación y entendimiento del empresario respecto del mercado de valores, si bien la Guía del Mercado de Valores realizada en el marco del Programa es un apoyo fundamental para entender su estructura y funcionamiento, en esta no se profundiza sobre el segundo mercado ni sobre las reglas especiales aplicables a este a las que se hizo referencia en la primera parte de este estudio. Para efectos de la promoción del segundo mercado, es indispensable contar con una guía específica y especializada para segundo mercado orientada hacia el pequeño y mediano empresario potencial emisor, en la que se especifiquen claramente los requisitos y los trámites que deben surtir para emitir y ofertar valores en el segundo mercado, los costos que esto implica frente a las diferentes entidades involucradas en el proceso, y los beneficios frente a recurrir a otras alternativas de financiación entre otros.

Con relación a este punto debe tenerse en cuenta que uno de los principales inconvenientes con los que se enfrenta un pequeño y mediano empresario, es la

dificultad de determinar los beneficios reales que obtendrá tras incurrir en los costos de hacer parte y mantenerse en el segundo mercado, esto es, el tiempo en el que obtendrá un retorno frente a su inversión. Dicha circunstancia no se presenta en alternativas de financiación tradicionales como la obtención de un crédito bancario, en el cual el empresario recibe inmediatamente los recursos y conoce de antemano los costos que su utilización le representan.

Teniendo en cuenta las múltiples variables a las que se encuentra supeditada una emisión –clase de título, negociabilidad y demanda de los inversionistas por el valor emitido, entre otras- y la imposibilidad de predecir con certeza *ex ante* sus resultados; para efectos de que el empresario tome la decisión de emitir, es indispensable que la Guía del segundo mercado incluya en sus contenidos disposiciones encaminadas a poner en conocimiento del potencial emisor: (i) las ventajas comparativas de financiarse a través del mercado público de valores respecto de las alternativas de financiación tradicionales referidas en el capítulo 4 del presente estudio; (ii) las distintas clases de títulos que pueden emitirse y sus riesgos y ventajas comparativas frente a otro tipo de instrumentos y (iii) las experiencias exitosas que a nivel nacional e internacional han tenido empresarios que han acudido al mercado de valores –v.g. las emisiones realizadas en el marco del Programa Colombia Capital-.

El empresario necesita razones concretas que le permitan percibir al mercado de valores como una alternativa real de financiación y no como un universo totalmente desconocido para él y asequible única y exclusivamente para los grandes empresarios; de ahí el rol fundamental que debe asumir la Cartilla del segundo mercado en cuanto a la sensibilización del pequeño y mediano empresario respecto del segundo mercado.

La prórroga del Convenio se encuentra supeditada a la demostración de resultados concretos en el marco del Programa, de ahí la importancia de continuar

trabajando en las políticas de vinculación de nuevos emisores al mercado de valores y de las PYMES al mercado secundario, con el fin de mantener activa la cooperación internacional y de otorgamiento de recursos importantes que se ha logrado con el BID.

4.2. Propuestas desde el punto de vista del Inversionista

Desde el punto de vista del inversionista también pueden formularse propuestas que tiendan a una mayor profundización del mercado. Por ejemplo, podrían hablarse de una serie de incentivos para que los inversionistas institucionales, quienes son los llamados a participar en el segundo mercado, como por ejemplo, exenciones en materia tributaria. Si bien actualmente existen disposiciones en este sentido, no se ha realizado una adecuada promoción y labor de divulgación de las mismas con el fin de que este tipo de inversionistas, tales como los Fondos de Pensiones, se sientan atraídos para comprar este tipo de valores y participar en estos escenarios.

4.3 Propuestas desde el punto de vista de la actuación del Estado y las demás entidades involucradas en el proceso de Emisión

El rol del Estado y de las demás entidades involucradas en el proceso de emisión frente al desarrollo del segundo mercado debe orientarse hacia tres aspectos fundamentales; el normativo, el financiero y el promocional.

Desde el punto de vista normativo, la actuación del Estado debe dirigirse hacia la reformulación de los contenidos de la Resolución 400, con el fin de lograr que estos sean en sí mismos suficientes para entender cómo opera el segundo mercado y permitan dar a conocer los requisitos que debe cumplir el emisor antes y después de emitir títulos en el mercado. Para estos efectos, y con el fin de facilitar la aproximación de un empresario potencial emisor al segundo mercado, la normatividad que se expida deben evitar al máximo las remisiones normativas a

disposiciones de la Resolución distintas de las del capítulo destinado para el segundo mercado, en particular a aquellas que se refieren a disposiciones que no se encuentran vigentes o que han sido modificadas o derogadas por disposiciones posteriores –v.g. el Estatuto Orgánico del Mercado Público de Valores. Adicionalmente, es importante que las normas expedidas por la Superintendencia Financiera y publicadas en su página web se actualicen permanentemente y reflejen la totalidad de las disposiciones vigentes que resulten aplicables al segundo mercado. Lo anterior con el fin de que tanto el empresario potencial emisor y el inversionista calificado conozcan claramente las reglas que los rigen en el marco de una emisión.

Aunado a lo anterior, y en cuanto a los aspectos sustanciales de regulación, es importante revisar los estándares y requisitos de información y de control interno establecidos actualmente para las emisiones realizadas en el segundo mercado, los cuales, como se mencionó, son prácticamente equivalentes a los establecidos para emisiones realizadas en el mercado principal. En la medida en que en su mayoría las PYMES no están en capacidad de cumplir con dichos estándares, y que los costos derivados de su eventual cumplimiento pueden hacer insostenible su participación en el segundo mercado; es indispensable realizar una revisión de la normatividad actual, con el fin de establecer unos estándares que sí sean susceptibles de ser cumplidos por los emisores del segundo mercado y en los cuales se garantice la transparencia de la información y se tengan en cuenta las características especiales del emisor, y el carácter de profesional de los inversionistas que pueden adquirir los títulos en el segundo mercado.

Por otra parte, y teniendo en cuenta que los principales aspectos que un empresario evalúa al momento de seleccionar una alternativa para financiar su empresa tienen que ver con sus costos y el tiempo en que podrá disponer de los recursos; es fundamental que tanto la SFC como la BVC y DECEVAL, establezcan

mecanismos encaminados a hacer más competitiva la financiación del empresario a través del mercado de valores frente a las demás alternativas de financiación.

Para tal fin, y en la medida en que la decisión de un empresario de acudir al Mercado de Valores dependerá de los costos directos asociados a la emisión y el tiempo que se requiere para su estructuración, colocación, mantenimiento y negociación en el mercado; dentro de las políticas adoptadas por dichas entidades es importante evaluar la posibilidad de reducir el importe a pagar por concepto de cuotas de inscripción y sostenimiento para emisiones adelantadas por las PYMES, así como agilizar los plazos en los que se adelante el proceso de emisión, estableciendo para estos efectos ventajas análogas a las de los TES y otros títulos de deuda pública emitidos por la Nación.³⁷ Adicionalmente, teniendo en cuenta que las tres entidades principalmente involucradas en el proceso de emisión -la SFC, la BVC y DECEVAL- fijan directa y unilateralmente sus cuotas de inscripción y mantenimiento, con el fin de que el emisor tenga claridad acerca del costo del proceso de emisión, es importante contar con un instructivo que se actualice periódicamente, en cuya elaboración participen estas tres entidades y en el que se incluyan las tarifas que cada una de estas cobrará durante el proceso.

Aunado a las disposiciones normativas encaminadas a fijar claramente las condiciones que rigen el segundo mercado, las normas que a este respecto se expidan deben establecer incentivos concretos encaminados a atraer tanto a emisores como a inversionistas. A este respecto, la normatividad colombiana mucho antes de la expedición de la Resolución 400 de 1995, estableció en virtud de la ley 6 de 1992, el derecho en cabeza de las personas naturales, sucesiones ilíquidas y las asignaciones y donaciones modales, de solicitar un descuento equivalente al cincuenta por ciento (50%) de la contribución a su cargo del respectivo año gravable, en tanto estas inviertan un quince por ciento (15%) de su

³⁷ A este respecto, la Circular Única de la BVC establece en su numeral 6.7.7. "Tarifa para TES y otros títulos de deuda pública emitidos por la nación colombiana. No se cobrará tarifa de inscripción ni de sostenimiento."

renta gravable obtenida en el año inmediatamente anterior, en acciones y bonos de sociedades cuyas acciones conformen el segundo mercado. Dicha disposición que aún se encuentra vigente y que está dirigida directamente hacia los inversionistas, debe ser reformulada teniendo en cuenta que en su mayoría estos no se encuadran dentro de los sujetos referidos en la citada disposición, siendo principalmente personas jurídicas. Adicionalmente, y en la medida en que el segundo mercado debe incentivarse también desde el punto de vista del emisor, los incentivos tributarios frente a una emisión deben hacerse extensivos también a estos.

Desde el punto de vista del rol del Estado en cuanto a la promoción del mercado de valores, el Plan Nacional de Desarrollo 2006–2010 incluyó disposiciones específicas orientadas hacia la promoción del mercado de valores en su artículo 152, estableciendo que se diseñaría un programa para la profundización del mercado de valores como alternativa real de financiamiento de las empresas en el territorio nacional; el cual estaría a cargo del Ministerio de Comercio, Industria y Turismo y el Ministerio de Hacienda y Crédito Público y tendría dentro de sus componentes la racionalización y simplificación de trámites; costos de acceso; requisitos de Información para participar como emisor en el mercado de valores; cultura empresarial para la financiación y financiación de Pymes y Mipymes entre otros. El desarrollo de los componentes referidos se encuentra actualmente a cargo del Consejo Directivo del Programa para la Promoción del Mercado de Valores. El establecimiento de dichas disposiciones a nivel del Plan Nacional de Desarrollo es muy importante, y para efectos de mantener la continuidad de esfuerzos a este respecto es deseable que sean incluidas como prioridad en el próximo plan de desarrollo y como parte de la política de Estado. Sin embargo, los esfuerzos normativos resultan ser insuficientes si no son acompañados de recursos y de actuaciones concretas del Estado para lograr los objetivos allí propuestos. De ahí la importancia de que el Estado contribuya así mismo en el adelantamiento de programas concretos encaminados a la promoción del mercado

de valores –tales como el programa Colombia Capital- y en la aportación de recursos para la financiación del segundo mercado, bien a través de partidas de su presupuesto, de fondos constituidos particularmente para tal fin, o de descuentos tributarios establecidos para los participantes del segundo mercado entre otros.

4.4 Otras Propuestas

Teniendo en cuenta que una de las principales barreras de entrada que impiden el acceso de las PYMES al segundo mercado son los costos previos que para estos efectos debe asumir el empresario, es necesario fomentar mecanismos que viabilicen la generación de recursos para sufragar dichos costos. Para estos efectos, la creación de fondos de capital de riesgo orientados estrictamente hacia las PYMES, y cuyo objetivo sea asumir parte de los costos a los que se enfrenta un pequeño y mediano emisor es una alternativa para lograr una mayor profundización del segundo mercado.

CONCLUSIONES

La creación de un segundo mercado en Colombia se sustentó principalmente en la necesidad de que empresas como las PYMES, que no cumplen con los requisitos exigidos para emitir títulos, tuvieran la oportunidad de acceder a recursos del público inversionista sin tener que sobrellevar todos los requisitos que el mercado principal exige a un emisor de valores. Las disposiciones que la Resolución 400 de 1995 desarrollaron en este sentido, ya tiene de vigencia 15 años y no se ha visto que la expectativa del regulador del mercado de valores se hubiere materializado, pues de acuerdo con la información que provee el SIMEV, las empresas a las cuales se les ha autorizado una emisión en el segundo mercado, no encuadran dentro de la definición de PYME establecida en la normatividad colombiana, las que colocan títulos dirigidos al segundo mercado.

Las razones aducidas frente a tal circunstancia son diversas, y desde el punto de vista del pequeño y mediano empresario se refieren principalmente a su desconocimiento respecto del funcionamiento del segundo mercado, a la excesiva confianza en los mecanismos de financiación tradicionales que ha utilizado siempre, al deseo de mantener una estructura cerrada de su propiedad, a poca claridad en la regulación y a la falta de incentivos que permitan acercar a estas empresas al mercado de valores.

Frente a dichas circunstancias, es indispensable el adelantamiento de distintas actuaciones desde el punto de vista del emisor, del inversionista, del Estado y de las entidades vinculadas al proceso de emisión a las que se hizo referencia en el presente estudio. Todas estas actuaciones deben orientarse a un fin común: que las PYMES entiendan el funcionamiento del Segundo Mercado y lo perciba como una alternativa real de financiación. Con lo anterior se persigue lograr la vinculación del pequeño y mediano empresario al segundo mercado, contribuyendo a su mayor profundización y al desarrollo del sector real con la ayuda de los recursos del público inversionista.

BIBLIOGRAFIA

ANÓNIMO. AIM, mercado financiero para los menos grandes. En: <http://www.elblogsalmon.com/mercados-financieros/aim-mercado-financiero-para-los-menos-grandes>. Octubre 13 de 2005.

AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES. ABC del inversionista. 2009. Bogotá: documento publicado en: http://www.valoresbancolombia.com/valoresBancolombia/formatosPDF/ABCInversionista_Enero2009.pdf.

BURGHOF, Hans-Peter and HUNGER, Adrian. Access to Stock Markets for Small and Medium-Sized Growth Firms: The Temporary Success and Ultimate Failure of Germany's Neuer Markt, octubre de 2003.

CARMICHAEL, Jeffrey. y POMERLEANO, Michael. The development and regulation of non-bank financial institutions. Washington D.C: The World Bank, 2002.

ECHEVERRY Juan Carlos. NAVAS, Verónica. GÓMEZ, Maria Paula. Promoviendo el Desarrollo del Mercado de Capitales en Colombia: Hoja de Ruta: Bogotá. 2008.

FRADIQUE, Carlos. Guía del mercado de valores. Bogotá: Banco Interamericana de Desarrollo y Colombia Capital: 2008, p.28

HERNANDEZ Iván, La competitividad e innovación de las pequeñas y medianas empresas (PYMES): una visión institucional desde la mesoeconomía: Bogotá: Revista Javeriana. 2004.

MINISTERIO DE COMERCIO, INDUSTRIA Y TURISMO. Política para el Fomento del espíritu empresarial y la creación de empresas. Publicado en: <http://www.mincomercio.gov.co/econtent/documentos>.

PACHECO María Carolina, Informe semestral de progreso del convenio ATN/MT-9452-CO suscrito entre la BVC y el BID.

Pagano, M./Panetta, F./Zingales, L. (1998): Why Do Companies Go Public?, En: Journal of Finance, Vol. 53.

RINCÓN CUÉLLAR, Yumay. Novo mercado y Bovespa Mais: casos de éxito en Brasil. En: <http://www.capitales.com/rss/noticia.php?id=30954>, 09 de Diciembre, 2008.

RONCALLO SARMIENTO CARLOS. Estrategias para estimular el mercado de capitales en Colombia como generador de riqueza: Bogotá: 2009.

SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA. Concepto número 2010020868-001 del 30 de Marzo de 2010.

SUPERINTENDENCIA DE VALORES. El mercado público de valores: su gran oportunidad, citado por Rojas, Nicolle. Uribe Maria. Relación jurídica de la inversión extranjera de portafolio.

Regulación

Ley 964 de 2005. “Por medio de la cual se modifica la Ley 590 de 2000 sobre promoción del desarrollo de la micro, pequeña y mediana empresa colombiana y se dictan otras disposiciones”.

Superintendencia de Valores. Resolución 400 de 1995.

Bolsa de Valores de Colombia. Circular Única de la BVC.

Páginas web

Bolsa de Valores de Colombia. BVC. www.bvc.com.co

Programa Colombia Capital. www.colombiacapital.com.co

Superintendencia Financiera de Colombia. www.superfinanciera.gov.co