



**ESTRATEGIAS PARA ESTIMULAR EL MERCADO DE  
CAPITALES EN COLOMBIA COMO GENERADOR DE RIQUEZA**

**ETUDIANTE: CARLOS RONCALLO**

**TUTOR: JUAN CARLOS PARRA**

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD JAVERIANA  
ADMINISTRACION DE EMPRESAS**

**TALLER DE GRADO II  
2009-1**

## **TITULO**

**ESTRATEGIAS PARA ESTIMULAR EL MERCADO DE CAPITALES EN  
COLOMBIA COMO GENERADOR DE RIQUEZA.**

## INDICE

<b>I. PRESENTACIÓN.....</b>	<b>5</b>
1. Introducción.....	6
1.1 Antecedentes	
1.2 Formulación y justificación del problema	
2. Objetivos.....	12
2.1 Objetivo general	
2.2 Objetivos específicos	
3. Marco teórico y conceptual.....	13
3.1 Tipos de empresas en Colombia	
3.2 Concepto de valor	
3.3 Mercado de capitales	
3.3.1 Concepto	
3.3.2 Divisiones	
3.3.3 Objetivos	
3.3.4 Vehículo financiero	
3.3.5 Instrumento financiero	
3.4 Ley 964 de 2005	
4. Marco metodológico.....	19
4.1 Levantamiento de información y análisis	
4.2 Formulación de propuesta	
5. Restricciones del proyecto.....	20
5.1 Disponibilidad de información	
5.2 Sessgamiento de la información	
5.3 Situación coyuntural	
<b>II. DESARROLLO DEL PROYECTO.....</b>	<b>21</b>
6. Estado de Arte del Mercado de Capitales.....	22
6.1 Estructura general del mercado de capitales mundial	
6.2 La recesión actual y su relación con el mercado de capitales	
6.3 El mercado de capitales en el mundo	
6.4 USA y el SEC en el mercado de capitales mundial	
7. El Mercado de Capitales en Colombia.....	35
7.1 Desarrollo de la Bolsa de Valores de Colombia	
7.2 Caracterización del mercado de capitales colombiano	

7.3 El ahorro en Colombia

III. <b>PLANTEAMIENTO DE ESTRATEGIAS</b> .....	50
8. Estrategias de estimulación para el mercado de capitales.....	51
9. Promoción de Centros para el Mercado de Capitales.....	56
9.1 Cambiar el criterio de funcionamiento de las compañías alrededor de la generación de riqueza y dejando a tras el de sustento en sí mismo.	
9.2 Crear conciencia colectiva sobre la importancia del mercado de capitales para el desarrollo de la economía a nivel nacional y particular.	
9.3 Dar a entender el funcionamiento del mercado de capitales.	
9.4 Promover el conocimiento de las distintas normas que intervienen en el mercado de capitales nacional.	
9.5 Desarrollar procesos de investigación y profundización del mercado de capitales.	
10. Desarrollar programas especializados en el mercado de capitales.....	64
11. Hacer uso de la asesoría prestada por el SEC.....	67
12. Desarrollo de nuevos derivados.....	69
13. Desarrollo de emisiones sindicadas.....	79
14. Impulso a los segundos mercados.....	83
15. BIBLIOGRAFIA.....	87

## **I. PRESENTACIÓN**

# 1. INTRODUCCION

## 1.1 Antecedentes:

El contexto económico se encuentra en permanente cambio hacia formas de mercado más complejas, pero al mismo tiempo más flexibles y ágiles, con exigencias mayores, más rápidas y acertadas. Tendencias como la globalización, formación e integración de bloques económicos, desarrollos en las TIC's, etc., hacen del entorno empresarial sumamente dinámico haciendo necesario un recurso humano altamente capacitado y eficiente, posicionamientos en el mercado mucho más sólidos, optimización de procesos y recursos, así como formas de capitalización mucho más rentables, asequibles, económicas y competitivas.

Formas de inversión y negociación como los futuros, commodities, divisas, bonos, TES, etc., han venido constituyéndose en la piedra angular del sistema financiero mundial, los fondos de pensiones y de inversión con sus capitales golondrina e inversiones temporales han desencadenado burbujas especulativas, recesiones económicas y efectos macroeconómicos enormes. Ante este escenario, la construcción de inversiones “sanas”, es decir, cimentadas sobre resultados, desempeños y posibilidades reales a nivel organizacional y no puramente especulativas son necesarias en la configuración de economías y organizaciones sostenibles y robustas a lo largo del tiempo. Es necesaria la constitución de un sector productivo altamente competitivo, con políticas gubernamentales que propicien el desarrollo a nivel económico, la innovación y el crecimiento de su aparato productivo. Para esto, el mercado de capitales, sus recursos y posibilidades como elemento tractor de inversión (interna y externa) es, no sólo estratégico, sino también de suma importancia.

El sistema financiero colombiano ha venido desarrollándose de forma paralela a la economía nacional. Las bonanzas cafeteras y sus flujos de capital a regiones como Cundinamarca y Antioquia mostraban la necesidad de un sector o mercado mejor constituido. Si sumamos a esto las ideas de industrialización y por ende, de acumulación de capital para la construcción de un verdadero sector productivo con tecnologías e infraestructura adecuadas, se obtienen las iniciativas de algunos empresarios vinculados al mercado, por constituir una bolsa de valores. La idea era ordenar y controlar las nuevas transacciones que ya se vislumbraban como nuevos conceptos de riqueza.

Después de varios intentos fallidos como la creación de la Bolsa Popular de Medellín en 1901 surgió en 1928 la Bolsa de Bogotá. Paulatinamente surgieron otras bolsas en el país: la Bolsa

de Medellín y la Bolsa de Occidente. Por medio de normas como la ley 75 de 1986<sup>1</sup> el naciente mercado de valores colombiano se fue desarrollando lentamente, viéndose influenciado de una u otra forma por las diferentes situaciones económicas mundiales (guerra mundial, efecto tequila, vodka, bonanzas cafeteras posteriores, etc.). Posteriormente en el año 2001 se unificaron las tres bolsas de valores dando origen a la Bolsa de Valores de Colombia.

Las razones que motivaron esta unión fueron las características del mercado de valores colombiano. “Este se ha caracterizado por su baja liquidez (volúmenes negociados reducidos) y por su escasa profundidad (pocos instrumentos financieros disponibles). A su vez, la gran diversidad de escenarios de negociación hacía aún más costosa la negociación de valores y representaba a futuro la dificultad más importante para desarrollar un mercado de valores con más participantes y mayores posibilidades de negocios.”<sup>2</sup>

Este proceso de unificación que concluyó con creación de la Bolsa de Valores de Colombia demuestra una evolución en el sistema financiero nacional, a pesar de esto, existían otras falencias que impedían la consolidación del mercado de capitales como una opción de ahorro e inversión real.

Sólo hasta el 2005 se da un avance sustancial en este aspecto. El 8 de Julio de ese año el Congreso de la República decretó el marco normativo y regulatorio por el cual el mercado de capitales debía desarrollarse.

El surgimiento de la ley 964 se da como resultado de una necesidad de estimulación del mercado de capitales. Su elaboración no sólo evidencia la necesidad de subsanar una serie de debilidades en el sistema financiero, señala también un claro interés por parte del Estado en la estimulación del mercado de capitales como elemento generador de riqueza.

El fortalecimiento de la confianza en el mercado de capitales, así como la disminución del alto riesgo sistémico, producto de una norma estancada en el pasado, fueron prioridades para el desarrollo de la nueva norma. Con estos objetivos establecidos como guía, el Gobierno se declara como único ente regulatorio asegurando la transparencia en los procesos. Las funciones de vigilancia, registro, control y supervisión sufren una notable mejora con la creación de este nuevo marco. Se señalan los participantes, las actividades y los diferentes instrumentos del mercado de valores de forma explícita, eliminando vacíos en este aspecto.

La creación del Sistema Integral de Información del Mercado de Valores como recurso de difusión y divulgación de información al mercado, señala un primer avance en el fortalecimiento de la confianza y mejoramiento de la información, resaltando el carácter público que se le da a esta. El régimen de protección a los inversionistas, la obligación de

---

<sup>1</sup> Por medio de esta ley se perseguía que de forma progresiva, una proporción creciente de los gastos financieros no fueran objeto de deducciones tributarias.

<sup>2</sup> <http://www.bvc.com.co/bvcweb/mostrarpagina.jsp?codpage=11004>

autorregulación, entre otros, son aspectos que buscan estimular el avance del mercado de capitales en Colombia.

A pesar de estos avances a nivel normativo, existen actualmente suficientes hechos que evidencian la inmadurez del sistema financiero colombiano. La notable aparición de pirámides como sistemas de captación de dineros del público hace evidente que existe una necesidad no satisfecha por parte del sistema financiero. Este debería caracterizarse por ser democrático, participativo y generador de riqueza a nivel colectivo. Paradójicamente sus características son todo lo contrario: exclusión, poca participación, concentración de recursos y oportunidades, concentración de la riqueza, etc. Un sistema económico, y más el financiero, configurado de esta forma no tiene razón de ser. Su finalidad debe ser el desarrollo económico a nivel colectivo, optimizar recursos, “socializar las rentabilidades percibidas” y satisfacer las necesidades de recursos en la economía entre muchos otros. Con esto no se pretende de una forma desordenada repartir o regalar capitales, sino hacer partícipes de las rentabilidades a los pequeños y medianos inversores; que los beneficios producto de su capital se distribuyan mejor y no se queden solamente en manos de las instituciones bancarias y otros intermediarios.

Al estar estructurado el mercado de capitales de esta forma, surgen vacíos que dan oportunidad al surgimiento de estas entidades ilegales que prometen al público rentabilidades exorbitantes en cortos periodos de tiempo, las ya mencionadas pirámides. Parece que los ingenuos ahorradores desconocieran la relación existente en rentabilidad y riesgo<sup>3</sup>. Se esperan grandes rentabilidades, pero también existe un gran riesgo de perder la inversión. Aún más preocupante es la magnitud de estos casos<sup>4</sup>. No sólo los pequeños ahorradores provenientes de estratos bajos se están involucrando con estas instituciones, empresarios de altos niveles socioeconómicos han invertido su capital. Personas “estudiadas” y “cultas” caen en la trampa de las altas rentabilidades con la esperanza de cambiar o mejorar ostensiblemente su situación económica de la noche a la mañana y sin haber realizado ningún esfuerzo.

Sólo con evaluar esta situación es claro ya el estado del sistema financiero colombiano. Las pirámides no sólo demuestran un escenario de desfalco, corrupción y avaricia, también comprueban expectativas incumplidas por parte del mercado.

Adicionado a los sucesos mencionados, los cuales confirman y acentúan las necesidades y expectativas acerca del sistema financiero colombiano, se encontró crítico el estado de

---

<sup>3</sup> A mayor rentabilidad mayor es el riesgo.

<sup>4</sup> Según la senadora Cecilia López las pérdidas por la crisis de DMG pueden superar los 2,7 billones de pesos. Según Fernando Belnavis, actual asesor de la gobernación, sólo en el Putumayo la gente estaba vinculada a esta organización con un monto de aproximadamente 1 billón de pesos.



satisfacción de las empresas colombianas hacia el sector financiero en general, situación que agrava el entorno de las mismas y sus instrumentos de apalancamiento financiero.

La economía colombiana se encuentra en una difícil situación. La tasa de crecimiento del PIB ha caído substancialmente. Partiendo de un 4.66% en el 2004, el PIB ha venido creciendo progresivamente: 5.72% en el 2005, 6.78% en el 2006 hasta llegar a un nivel de 7.73% para el año anterior. Para este año el Banco de la República espera un crecimiento entre 3% y 3.5%<sup>5</sup>, es decir, una caída de aproximadamente 4 puntos porcentuales únicamente este año. Esta caída tan abrupta tiene graves repercusiones sobre toda la economía. Si adicionalmente se registran niveles de desempleo que oscilan entre el 11% y el 12%<sup>6</sup> y un subempleo alrededor del 33%<sup>7</sup>, los efectos que estos tienen de manera conjunta sobre la economía son devastadores: disminución en la producción, altas tasas de inflación y de interés, revaluación del peso, ciclos económicos volátiles, disminución del consumo y por ende de la demanda.

Este escenario sumado a una recesión económica estadounidense y constantes pérdidas ocasionadas por sistemas piramidales, dan como resultado una muy posible recesión en el país. Teniendo esto en cuenta, un rápido y sostenido desarrollo del mercado de capitales como fuente de recursos cobra aún más validez.

Para lograr una reactivación efectiva de la economía es necesario, sin duda alguna, fuertes inyecciones de capital, esto con miras a la generación de empleo, fortalecimiento de la demanda interna, y como mejor opción autónoma para reactivar la economía, el sector productivo y el mercado de capitales. Para lograrlo el gobierno puede financiarse por medio de la deuda, de esta forma sólo se lograría incrementar y postergar el problema y finalmente adicionar a la situación actual un mayor nivel de deuda. Una segunda opción es la emisión de dinero para financiar sus operaciones. Esta posibilidad además de ser poco viable desde el punto de vista económico dado sus efectos hiperinflacionario, lo es también desde el punto de vista institucional. Debido a la independencia del Banco Central, este sólo efectuaría una emisión si la junta directiva, por unanimidad, deciden hacerlo, lo cual es poco factible dados los objetivos de este.

Ante estas circunstancias la necesidad de un mercado de capitales robusto es clara. Con esto se lograría no sólo conseguir el capital necesario para reactivar la economía, también aumentaría la inversión social, el dinamismo en el sector productivo, reinversiones en el mismo, ahorro por

---

<sup>5</sup> Banco de la República, series estadísticas. [http://www.banrep.gov.co/estad/dsbb/srea3\\_005.xls](http://www.banrep.gov.co/estad/dsbb/srea3_005.xls)

<sup>6</sup> Banco de la República, series estadísticas. [http://www.banrep.gov.co/estad/dsbb/srea\\_021.xls](http://www.banrep.gov.co/estad/dsbb/srea_021.xls)

<sup>7</sup> Series tomadas de la página del DANE.

[http://www.dane.gov.co/files/investigaciones/empleo/ech/totalNacional/Anual/Depto\\_01\\_07.xls](http://www.dane.gov.co/files/investigaciones/empleo/ech/totalNacional/Anual/Depto_01_07.xls)  
[http://www.dane.gov.co/files/investigaciones/empleo/ech/totalNacional/Mensual/IML\\_MensualTnacional\\_01\\_08.xls](http://www.dane.gov.co/files/investigaciones/empleo/ech/totalNacional/Mensual/IML_MensualTnacional_01_08.xls)

parte del público y finalmente se conseguiría generar un círculo virtuoso alrededor de los recursos inicialmente destinados al desarrollo del mercado de capitales colombiano.

Estas reflexiones, a título introductorio, nos sirven como marco referencial para nuestro planteamiento del problema.

## **1.2 Formulación y justificación del problema**

El sector empresarial colombiano se encuentra compuesto en su mayoría por micro, pequeñas y medianas empresas: “96,4% de los establecimientos existentes y aportan aproximadamente el 63% de empleo; el 45% de la producción manufacturera, el 40% de los salarios y el 37% del valor agregado. Son más de 650.000 empresarios cotizando en el sistema de seguridad social.”<sup>8</sup>. Bajo estas circunstancias es innegable la importancia que este tipo de empresa tiene dentro del sector productivo y económico colombiano. A pesar de esto, el 100% de estas empresas acuden como fuente de financiación o capitalización al sector bancario, capital propio o aportes patrimoniales en su mayoría, pero ninguna de estas tiene en cuenta la emisión de acciones, compra o venta de bonos y demás opciones existentes en el amplio espectro del mercado de capitales, ante el desconocimiento casi absoluto de este tipo de mercado y sus posibilidades, perdiendo de esta manera la oportunidad de sistemas alternos de financiación y a la vez de robustecer y dinamizar este tipo de empresa en Colombia. Por otro lado la oferta institucional de crédito a este tipo de empresas es notablemente reducida en comparación con su tamaño relativo en la economía, complicando aún más una efectiva financiación. Los créditos a largo plazo son de difícil acceso y las barreras al crédito conducen a créditos extrabancarios con tasas mayores, pero con un fácil acceso o a la autofinanciación, que impone un muy lento crecimiento debido a la dificultad de aumentar la tasa de crecimiento de estos fondos. De esta forma, si se acude al sistema bancario o al extrabancario, el nivel de endeudamiento se acrecienta (a un mayor o menor ritmo dependiendo la fuente escogida) y con el tiempo llega a niveles inmanejables dadas estas desfavorables condiciones crediticias.

Los problemas para localizar un sistema de financiación eficaz no sólo son de las pequeñas y medianas empresas. A pesar de contar con un número mayor de trabajadores (de 200 en adelante) y un nivel de activos totales superior (mínimo 30.000 S.M.M.L.V.) la gran empresa padece también de forma inevitable un sistema financiero precario. Las tasas de interés de sistema bancario se caracterizan por ser elevadas, cortos plazos en el crédito y garantías

---

<sup>8</sup> Asociación Colombiana de las Micro, pequeñas y medianas empresas Tomado de: <http://www.businesscol.com/empresarial/pymes/>

desproporcionadas, con altas exigencias, desmesuradas tasas de interés, pero risibles rentabilidades. Ambos tipos de empresa carece de información y conocimiento de las perspectivas del mercado de capitales y las posibilidades de acción y financiación existentes en él.

Todas estas particularidades antes mencionadas (difícil acceso al crédito bancario, necesidades de expansión y sostenimiento en una industria, globalización, altos niveles de competencia, tasas de crédito excesivas, cuantiosas garantías, plazos cortos, ausencia de capital de trabajo, etc.) imponen un freno al sector productivo e industrial y en últimas a la economía nacional. De esta forma es clara la necesidad de capitalización y financiación por otros medios, que sean capaces de absorber la enorme demanda insatisfecha, las crecientes necesidades de crédito y financiación, y así impulsar de forma contundente la economía colombiana. ¿Será el mercado de capitales la respuesta a este clamor? ¿Será acaso este mercado incipiente pero con tantas perspectivas una opción viable para el financiamiento de las organizaciones en Colombia? ¿De qué manera estimular y articular el mercado para lograr una relación mercado-organización satisfactoria? ¿Será posible convertir el ahorro del público en financiación empresarial? ¿Será estable esta relación?

## **2. OBJETIVOS**

### **2.1 Objetivo general:**

- i. Desarrollar estrategias que estimulen el mercado de capitales en Colombia como generador de riqueza.

### **2.2 Objetivos específicos:**

- ii. Proponer mecanismos para que los diferentes agentes no bancarios impulsen el desarrollo y fortalecimiento del mercado de capitales colombiano y pasen a ejercer un papel activo en este.
- iii. Desarrollar estrategias para involucrar e ilustrar a los empresarios acerca de la importancia del mercado de capitales para su crecimiento.
- iv. Desarrollar propuestas para promover el mercado de capitales como una posibilidad de inversión para el mercado en general.

### **3. MARCO TEORICO Y CONCEPTUAL**

#### **3.1 Tipos de empresas en Colombia:**

1. Gran empresa:
  - a) Planta de personal superior a 200 empleados, o
  - b) Activos totales por valor superior a 30.000 S.M.M.L.V.
  
2. Mediana empresa:
  - a) Planta de personal entre 51 y 200 empleados, o
  - b) Activos totales por valor entre 5.001 a 30.000 S.M.M.L.V.
  
3. Pequeña empresa:
  - a) Planta de personal entre 11 y 50 empleados, o
  - b) Activos totales por valor entre 501 y 5.000 S.M.M.L.V.
  
4. Micro o famiempresa:
  - a) Planta de personal no superior a 10 trabajadores, o
  - b) Activos totales excluida la vivienda por valor inferior a 500 S.M.M.L.V.<sup>9</sup>

#### **3.2 Concepto de valor:**

Será valor todo derecho de naturaleza negociable que haga parte de una emisión, cuando tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público, incluyendo los siguientes:

- a) Acciones
- b) Bonos
- c) Papeles comerciales
- d) Certificados de depósito de mercancías
- e) Cualquier título o derecho resultante de un proceso de titularización
- f) Cualquier título representativo de capital de riesgo
- g) Certificados de depósito a término
- h) Aceptaciones bancarias

---

<sup>9</sup> Ley 905 de 2004. Por medio de la cual se modifica la Ley 590 de 2000 sobre la promoción desarrollo de la micro, pequeña y mediana empresa colombiana y se dictan otras disposiciones. Agosto 2 de 2004.

- i) Cédulas hipotecarias
- j) Cualquier título de deuda pública<sup>10</sup>

### **3.3 Mercado de capitales:**

#### **3.3.1 Concepto:**

El mercado de capitales se define como aquel en el que se realizan operaciones de compraventa de títulos valores. Estas operaciones se realizan con los superávit o excedentes provenientes de diversos sectores económicos y por medio del mercado estos ahorros se convierten en inversión en actividades productivas (organizaciones, sistema financiero, Estado, etc.)

Según la bolsa de valores de Colombia este “es el conjunto de mecanismos a disposición de una economía para cumplir la función básica de asignación y distribución, en el tiempo y en el espacio, de los recursos de capital (aquellos de mediano y largo plazo destinados a financiar la inversión, por oposición a los recursos de corto plazo que constituyen el objeto del mercado monetario), los riesgos, el control y la información asociados con los procesos de transferencia del ahorro a la inversión.”<sup>11</sup>

#### **3.3.2 Divisiones:**

El mercado de capitales se encuentra dividido en mercado intermediado y mercado no intermediado. La diferencia entre estos dos radica en quién o cómo se realiza la transferencia de los recursos del ahorro a la inversión. Si la transferencia se realiza por medio de alguna institución bancaria o financiera se está haciendo referencia al mercado intermediado. Si por el contrario la transferencia se realiza de forma directa por medio de un instrumento como por ejemplo los títulos de renta fija, de renta variable, derivados, futuros, etc.

#### **3.3.3 Objetivos:**

“El mercado de capitales tiene los siguientes objetivos:

---

<sup>10</sup> Ley 964 de 2005. Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones. 8 de Julio de 2005.

<sup>11</sup> Bolsa de Valores de Colombia. <http://www.bvc.com.co/bvcweb/mostrarpagina.jsp?codpage=11004>

- a) Facilita la transferencia de recursos de los ahorradores o agentes con exceso de liquidez, a inversiones en el sector productivo de la economía
- b) Asigna de forma eficiente recursos a la financiación de empresas del sector productivo
- c) Reduce los costos de selección y asignación de recursos a actividades productivas. - Posibilita la diversificación del riesgo para los agentes participantes
- d) Ofrece una amplia variedad de productos con diferentes características (plazo, riesgo, rendimiento) de acuerdo con las necesidades de inversión o financiación de los agentes participantes del mercado”<sup>12</sup>

### **3.3.4 Vehículo financiero:**

En inglés corporate financing vehicle. Dícese de una institución financiera intermedia entre un emisor y un inversionista, la cual colocará a las obligaciones corporativas de acuerdo con las leyes y otras regulaciones de seguros a las inversiones.<sup>13</sup>

### **3.3.5 Instrumento financiero:**

Instrumentos de financiación, bancarios y no bancarios, que canalizan el ahorro hacia la inversión, y facilitan el acceso de la empresa a recursos financieros necesarios para el desarrollo de proyectos de inversión:

1. Préstamo y Crédito.
2. Descuento.
3. Capital - Riesgo.
4. Préstamo participativo.
5. Garantías - Reafianzamiento.
6. Pagaré.
7. Cesión de crédito.
8. Hipoteca y Prenda.
9. Factoring.
10. Leasing.
11. Renting.
12. Confirming.
13. Otros instrumentos financieros<sup>14</sup>

---

<sup>12</sup> Bolsa de Valores de Colombia. <http://www.bvc.com.co/bvcweb/mostrarpagina.jsp?codpage=11004>

<sup>13</sup> [http://www.eco-finanzas.com/diccionario/V/VEHICULO\\_FINANCIERO.htm](http://www.eco-finanzas.com/diccionario/V/VEHICULO_FINANCIERO.htm)

<sup>14</sup> <http://www.lasasesorias.com/es/publica/financiera/instrufinan.html>

### **3.4 Ley 964 de 2005:**

El mercado bursátil colombiano ha venido sufriendo progresivamente un desarrollo significativo: el monto de los activos negociables se ha cuadruplicado en 8 años (de significar el 49% del producto interno bruto en el 97 a aproximadamente el 86% a comienzos del 2006). Con sólo examinar esta cifra se ve claramente el rápido progreso y desarrollo que ha sufrido en los últimos 10 años el mercado de capitales. A pesar de esto, la normatividad se veía estancada en el pasado, retrasando el crecimiento de este mercado. Ante estas necesidades se desarrolla la ley 964 de 2005 con el objetivo de aumentar y mejorar la confianza de los inversores en el mercado de capitales colombiano y acoplar el marco regulatorio a los avances presentes y futuros que se desarrollarían en el campo, por eso el perfeccionamiento de la infraestructura era clave en ese entonces. Debido a estas circunstancias estructurales en el sistema, se declararon los objetivos de intervención al mercado por parte del Estado:

1. Proteger los derechos de los inversionistas
2. Promover el desarrollo y la eficiencia del mercado de valores
3. Prevenir y manejar el riesgo sistémico del mercado de valores<sup>15</sup>

Con estos objetivos enmarcados en el artículo primero de la ley en discusión el Gobierno se declara como único ente regulatorio, quedando así con la completa potestad de emisión de normas siempre y cuando estas se ciñan a los objetivos antes mencionados. La vigilancia mejoro notablemente, inspeccionándose de forma permanente los sistemas de negociación y registro, las entidades de compensación y liquidación, la bolsa de valores, las mesas de futuros, fondos de inversión, etc.

El marco normativo de la presente ley no se detiene en las entidades de control, las supervisadas y la supervisora y/o controladora. En el artículo tercero se delimitan las actividades del mercado de valores, delimitando el campo de acción de este, y los documentos y acciones adscritas a este mercado. Las actividades del mercado de valores estipuladas son:

1. La emisión y la oferta de valores
2. La intermediación de valores
3. La administración de fondos de valores, fondos de inversión, fondos mutuos de inversión, fondos comunes ordinarios y fondos comunes especiales

---

<sup>15</sup> Artículo primero, Capítulo primero, Título primero de la Ley 964 de 2005. Objetivos y criterios de la intervención. 8 de Julio de 2005.



4. El depósito y la administración de valores
5. La administración de sistemas de negociación o de registro de valores, futuros, opciones y demás derivados.
6. La compensación y liquidación de valores
7. La calificación de riesgos
8. La autorregulación a que se refiere la presente ley
9. El suministro de información al mercado de valores, incluyendo el acopio y procesamiento de la misma
10. Las demás actividades previstas en la presente ley o que determine el Gobierno Nacional, siempre que constituyan actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores.<sup>16</sup>

La creación del Sistema Integral de Información del Mercado de Valores (SIMEV), como el conjunto de recursos humanos, técnicos y de gestión que utilizará la Superintendencia de valores para permitir y facilitar el suministro de información al mercado fue un gran avance en cuanto a difusión y claridad en el funcionamiento se refiere del mercado de valores. Mediante este sistema se logra mejorar la confianza y se eliminan asimetrías e imperfecciones de información en alguna medida, además, se implementa el registro sobre todo tipo de persona que realice algún tipo de actividad en el mercado de valores como prerequisite para actuar en el mercado. Esto permite ampliar la cantidad y la calidad de información disponible para una adecuada toma de decisiones, sin contar con que toda esta información por ley es pública (parágrafo 2, literal c, artículo séptimo, título segundo).

El régimen de protección a los inversionistas fue otro gran avance palpable en esta ley. Por medio de este se le dan ciertas garantías al inversionista de protección, supervisión y control de su inversión, generando mayor confianza en el mercado de valores colombiano y, por ende, aumentando la participación de este. Elementos como el comité de auditoría, la readquisición de acciones y enajenación posterior, acuerdos entre accionistas, definición de las juntas directivas de los emisores de valores, mecanismos de elección de miembros de la junta directiva, etc. son instrumentos generadores de confianza en el inversionista, que disminuyen la incertidumbre, aumentan el control y por ende, se ven reflejados en un menor riesgo sistémico.

Ora característica distintiva de esta ley es la autorregulación. Se definió la autorregulación como una obligación para quienes realicen actividades de intermediación de valores. Esta exigencia

---

<sup>16</sup> Artículo tercero, Capítulo segundo, Título primero de la Ley 964 de 2005. Actividades del mercado de valores. 8 de Julio de 2005.

se lleva a cabo por medio de la inscripción de estos entes intermediarios a un organismo de autorregulación autorizado. La obligación de autorregulación está definida por tres funciones:

1. Función normativa
2. Función de supervisión
3. Función disciplinaria

La función normativa consiste en la adopción de normas para asegurar el correcto funcionamiento de la actividad de intermediación. La función de supervisión, como su nombre lo indica, consiste en la verificación del cumplimiento de las normas del mercado de valores y de los reglamentos de autorregulación. Por último, la función disciplinaria consiste en la imposición de sanciones por el incumplimiento de las normas del mercado de valores y los reglamentos de autorregulación.<sup>17</sup>

En concreto la autorregulación tiene por objetivo emitir reglas de conducta para el mercado de valores, velar por su cumplimiento mediante la supervisión de las mismas, sancionar a quienes las infrinjan y certificar a los intermediarios del mercado de valores. Estas actividades fueron desarrolladas con el objetivo de generar una mayor transparencia en el mercado, brindar un tratamiento equitativo a los clientes, eliminar arbitrajes entre los intermediarios y generar confianza en el mercado, en últimas el resultado de la autorregulación es contribuir al desarrollo de los mercados de valores, es decir, se refleja en la generación de una mayor integridad, transparencia y protección al cliente mediante el desarrollo pleno de sus funciones.

Una ventaja ostensible de la autorregulación es su origen privado combinado con la supervisión por el Estado. Al tener un origen de este tipo se asegura el desarrollo de la libre voluntad privada y autonomía, así como flexibilidad y eficiencia. Al existir imperfecciones y externalidades de mercado es necesaria la existencia de un ente controlador o supervisor. El Estado hace las veces de este ente asegurando el desarrollo de la autonomía dentro de un marco normativo previamente definido y transparente.<sup>18</sup>

---

<sup>17</sup> Capítulo segundo, Título cuarto de la Ley 964 de 2005. De la autorregulación del mercado y de su disciplina. 8 de Julio de 2005.

<sup>18</sup> AMV. Autorregulador del mercado de Valores. 2007 [www.amvcolombia.org.co](http://www.amvcolombia.org.co)

## **4. MARCO METODOLOGICO**

### **4.1 Levantamiento de información y análisis:**

En esta fase del proceso se pretenden recabar toda la información necesaria para desarrollar los procesos de las fases posteriores. Mercados de capitales exitosos, características de esos mercados, diferencias en la regulación de los países, características de los diferentes instrumentos financieros, legislación existente, etc., hacen parte de la información necesaria para llevar a cabo este estudio. En este punto se identificará el grado de desarrollo del mercado de capitales nacional, para posteriormente compararlo con el “modelo” de mercado encontrado. Para esto la conceptualización de lo que es un mercado de capitales exitoso es de suma importancia para el desarrollo del proyecto.

Posterior al levantamiento de la información, sigue todo su análisis. Para este punto el apoyo del marco teórico, investigaciones pasadas referentes al tema, publicaciones y diferentes aportes académicos serán de suma utilidad.

Se compararán los datos encontrados para identificar la situación actual del mercado de capitales colombiano. Determinar las debilidades, fortalezas e impedimentos para alcanzar los resultados propuestos hace parte de este punto. Para identificar de manera correcta la situación del mercado de capitales colombiano se plantean las características deseadas, que tan alejado se encuentra el mercado de ellas y las posibles formas para materializarlas, que constituirán el insumo de la fase ulterior.

### **4.2 Formulación de propuesta:**

En este punto termina el proceso de construcción del proyecto de grado. Consta de las estrategias planteadas producto de los análisis elaborados en la fase anterior. En esta etapa se reúnen todas las ideas adquiridas a lo largo del proyecto y se articulan de tal forma que den origen a tales estrategias y den respuesta a los objetivos y preguntas planteadas al comienzo del presente trabajo.

## **5. RESTRICCIONES**

### **5.1 Disponibilidad de información:**

Las restricciones para este proyecto de grado son la disponibilidad de la información que en concreto se requiere, es decir, es necesario identificar las características de un mercado de capitales desarrollado, recabar tal información puede ser una gran restricción para llevar a cabo el proyecto.

### **5.2 Sesgamiento de la información:**

Otra restricción es el posible sesgo en la información debido a la compleja situación financiera actual (crisis inmobiliaria y financiera estadounidense y sus efectos en las distintas bolsas y economías, así como la difícil situación del sistema financiero colombiano con el surgimiento masivo de sistemas de captación ilegal). Estos hechos pueden llevar al planteamiento de estrategias inadecuadas. Esta situación coyuntural puede distorsionar los datos e información recabada, obstaculizando el correcto análisis de los mismos.

### **5.3 Situación coyuntural:**

A pesar de estas situaciones, es importante tener en cuenta que el mercado de capitales colombiano se ve afectado no sólo de forma directa por el coletazo financiero e inmobiliario estadounidense, sino también de forma indirecta, dado que estas crisis económicas no sólo afectan los mercados financieros, sino también el mercado laboral y de bienes y servicios. Esto sucede por el tamaño e impacto que tiene esta economía en el mundo. Al verse afectado este mercado sus consecuencias trascienden las barreras del país de origen e influyen de manera negativa en los mercados relacionados, disminuyendo las exportaciones, la inversión, afectando las tasas de cambio y por ende, el empleo, nivel de producción, nivel de precios, tasas de interés y demás variables macro que claramente tienen una incidencia en el desempeño de las organizaciones.

De esta forma la crisis estadounidense no sólo se ve reflejada en el comportamiento del mercado de capitales colombiano, sino también en el comportamiento y desempeño de las diferentes industrias nacionales, complicando el cumplimiento de los objetivos propuestos y el debido análisis del problema.

## **II. DESARROLLO DEL PROYECTO**

## 6. ESTADO DE ARTE DEL MERCADO DE CAPITALES

### 6.1 Estructura general del mercado de capitales mundial

El mercado de capitales a nivel mundial es aquel en donde se compran y venden diferentes alternativas de inversión representadas en títulos valores en el que intervienen múltiples intermediarios financieros<sup>19</sup>, este mercado es considerado como el mercado de securities<sup>20</sup>.

Un security, en términos generales, es un instrumento negociable que representa un valor financiero. Este se puede dividir en dos ramas esencialmente: el bond market y el stock market (mercado de bonos y mercado de valores respectivamente).

El bond market, también conocido como debt, credit o fixed income market, es un tipo de mercado financiero donde los participantes compran y venden securities de deuda, usualmente en la forma de bonos, su expresión más conocida. En el 2006, el tamaño del bond market a nivel internacional se estimaba en 44,9 trillones de dólares, de los cuales 25,2 trillones hacían parte del bond market estadounidense.<sup>21</sup>

Por otra parte el mercado de valores es un mercado público para la negociación de acciones de las compañías y derivados. El precio de negociación de las acciones varía a lo largo de la jornada bursátil dependiendo de las condiciones del mercado tales como oferta, demanda, expectativas, actividad corporativa, estrategias organizacionales, etc. Este mercado a nivel global fue estimado en 36,6 trillones de dólares a comienzos de 2008, unas 2,5 millones de veces el PIB de USA para el mismo año.<sup>22</sup>

Dada la diversidad de securities (derivados, swaps, commodities, warrants, futures, bonos, equities, real options, etc.) estos pueden ser clasificados de muchas maneras. Una es por el tipo de emisor y otra por el tipo de poseedor.

En el mundo globalizado los inversores pasaron de ser los bancos tradicionales al público en general, de la misma forma ha sucedido con los emisores. Este papel ya no se encuentra restringido a gobiernos o banco comerciales, actualmente casi cualquier entidad con participación en el mercado puede desempeñar el rol de emisor, bien sean compañías

---

<sup>19</sup> <http://www.valpopular.com/glosario2.htm>

<sup>20</sup> [http://en.wikipedia.org/wiki/Capital\\_market](http://en.wikipedia.org/wiki/Capital_market)

<sup>21</sup> [http://en.wikipedia.org/wiki/Bond\\_market](http://en.wikipedia.org/wiki/Bond_market)

<sup>22</sup> <http://seekingalpha.com/article/99256-world-equity-market-declines-25-9-trillion>

comerciales, agencias gubernamentales, autoridades nacionales e internacionales o entidades supranacionales como lo es el Banco Mundial.

Cualquiera que sea la emisión o la entidad emisora, ésta se puede diferenciar en dos tipos principalmente: emisión de acciones o emisión de bonos. Lo que las hace diferentes es su intención, es decir, mientras con la emisión de acciones se está vendiendo parte de la propiedad de una compañía representada en determinado número acciones, la emisión de bonos hace referencia a deuda, se están captando ciertos recursos del público con el compromiso de devolverlos en cierto plazo.

Debido a esta gran diversidad de agentes emisores (en el 2007 en la bolsa de valores de Toronto “TSX” existían 1.613 empresas y no es una de las grandes bolsas del mundo) los securities son divididos a su vez en “new capital” y “repackaging”.

Los new capital hacen referencia a aquellos securities usados como fuente de financiación o nuevas fuentes de capital para sus emisores, Ej.: Títulos TES, acciones de Ecopetrol, Isa, 3M, Pfizer, etc.

Por otro lado, los repackaging son aquellos securities usados para lograr una mayor liquidez de las empresas emisoras, un ejemplo claro de esto es la titularización desarrollada por diferentes bancos colombianos a raíz de la crisis del UPAC. Esta titularización consistía en convertir diferentes inmuebles embargados por los bancos en títulos valor, para de esta forma aumentar el flujo de caja del banco, disminuir todos los gastos asociados al manejo del inmueble y destinar los diferentes recursos al negocio real del banco, el crédito.

Por el tipo de poseedor (holder), los securities están divididos a su vez en “investment” y “collateral”. La función económica tradicional de comprar securities es la inversión. Los investment securities son aquellos comprados con este tipo de intención, bien sea por parte del público, entidades comerciales o financieras.

Otro tipo de intención que ha llevado al desarrollo de nuevos tipos de securities ha sido ofrecer algún tipo de garantía por determinada obligación, que son los collateral securities. Estos son comprados o negociados con intenciones de garantía, es decir, son negociados para ofrecer o recibir algún tipo de seguro o protección frente una obligación en presencia de riesgo.<sup>23</sup>

Una segunda clasificación de los securities es por lo que representan. Si es una deuda son llamados debt securities, en caso contrario son equity securities.

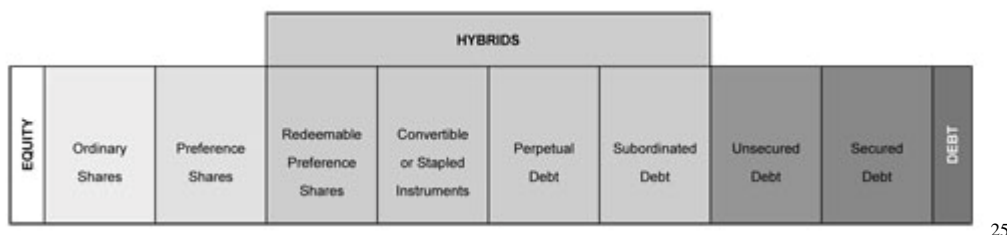
---

<sup>23</sup> [http://en.wikipedia.org/wiki/Security\\_\(finance\)](http://en.wikipedia.org/wiki/Security_(finance))

Los debt securities son instrumentos de deuda, es decir, aquellos títulos negociables emitidos por una sociedad que toma una inversión a largo plazo del público.<sup>24</sup> Ejemplos de estos son los Corporate bonds, Euro debt securities, Government bonds y Supranational bonds.

Diferente a los debt securities, que requieren pagos periódicos en forma de intereses a sus propietarios, los equity securities no están obligados a este tipo de pagos. En lugar de esto, este tipo de securities, más conocidos como acciones, entregan a su propietario una pequeña porción de poder en la organización emisora, es decir, a mayor número de equities mayor poder y mayor control en la organización. Un ejemplo muy conocido de este tipo de security en el mercado local son las acciones de Bavaria, Suramericana de Inversiones, Banco Santander, etc.

Debido a la constante evolución en la economía mundial (globalización, desarrollo de las TIC's, consolidación de bloques económicos, etc.) se han venido desarrollando nuevas y diferentes formas de securities. Un ejemplo de esto son los hybrid security, un security combinado entre el debt y el equity. Este tipo de security puede ser descrito teniendo en cuenta su grado de cercanía entre un security puramente de deuda o uno de sólo liquidez:



25

Dada su naturaleza, este fusiona ciertas características de estos dos, dependiendo del grado de similitud que este tenga a uno u otro, sus características así como su rótulo o denominación varían.

Otro ejemplo del avance que ha sufrido el mercado de capitales en este punto son los Convertibles y los Warrants. Los primeros son bonos con la posibilidad de conversión a acciones comunes de la compañía emisora (Convertibles), mientras que los Warrants son opciones emitidas por una organización con la posibilidad al propietario de comprar un número de acciones específico, a un precio específico en una fecha específica.

<sup>24</sup> GUYENOT en NISSEN (1996), Ley de Sociedades Comerciales, Tomo 5, Ed. Abaco, 2º Ed., Buenos Aires, p. 154

<sup>25</sup> "Hybrid debt/equity securities: The best of both worlds?" Debt Capital Markets & Securitisation Bulletin  
Bruce Macdonald, Lia Edwards, Marcus Ryan. 20 February 2009.



## 6.2 La recesión actual y su relación con el mercado de capitales

Actualmente la economía mundial se encuentra pasando por una severa crisis: la recesión mundial, quiebra de importantes grupos económicos como Lehman Brothers, AIG y Continental, tasas de desempleo en aumento (8,1% en USA, la mayor en 25 años)<sup>26</sup>, etc., convierten este escenario en un intrincado laberinto.

Según el Fondo Monetario Internacional el PIB de USA caerá un 2,6% este año, el de la zona Euro se contraerá un 3,2% y Japón se será uno de los más perjudicados con una reducción del 5,8%.<sup>27</sup>

Otro ejemplo de este complicado momento son las medidas adoptadas por varias de las multinacionales más poderosas del mundo. Microsoft, por ejemplo, anunció un recorte de personal cercano a los 5.000 empleados, Phillips planea despedir aproximadamente 6.000 personas, SONY 8.000 y SUN otros 6.000 trabajadores. De la misma forma, el conglomerado GE, que anunció reducir entre 7.000 y 11.000 puestos de trabajo. Pero esto no es sólo para la empresa privada, la ciudad de Nueva York anunció despedir 9.000 trabajadores estatales. Como se ve, la perspectiva económica es cada vez más complicada y está trascendiendo fronteras cada vez más rápido y con inmensas magnitudes.<sup>28</sup>

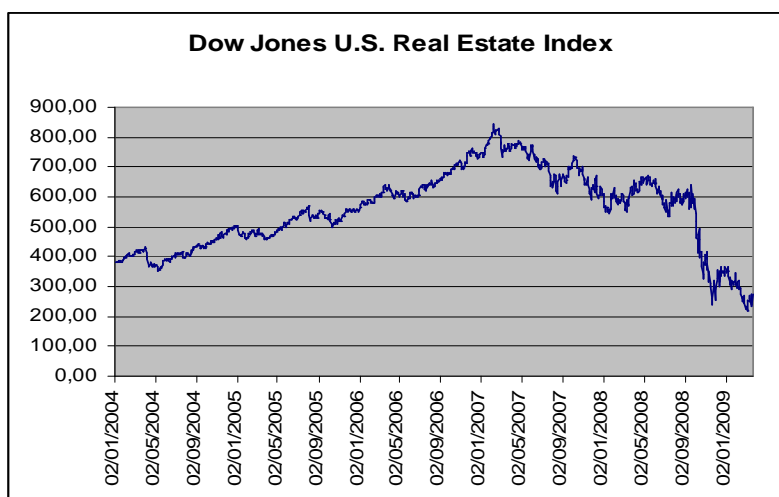
El mercado de capitales como piedra angular de la economía mundial no es de ningún modo ajeno a estos efectos. Las bolsas del mundo están sufriendo una alta volatilidad; constantemente el Dow Jones, Nikkei, FTSE 100, CAC 40, etc., están viéndose a la baja, evidenciando no sólo la crisis económica, sino también la desconfianza que se está viviendo en el sector. Para tener una idea del volumen de operaciones de algunas bolsas, el Dow Jones, que tiene sólo algunas empresas mueve entre US\$300 y US\$500 millones y el NASDAQ alrededor de US\$1,26 billones, las cotizaciones del Eurostoxx50 suman cerca de US\$1,17 billones y el Nikkei225 otros US\$1,71 billones. De esta forma, teniendo en cuenta únicamente estos 4 índices y sólo una porción de las operaciones y empresas cotizantes, se obtiene un volumen corriente cercano a los US\$4,2 billones. Antes de la crisis estos volúmenes eran de un 10% a un 20% mayores, alcanzando aproximadamente un volumen corriente de US\$5,05 billones en el 2007.

---

<sup>26</sup> <http://www.elnuevoherald.com/186/story/405388.html>

<sup>27</sup> <http://lta.reuters.com/article/businessNews/idLTASIE52H16S20090318>

<sup>28</sup> <http://www.cnnexpansion.com/negocios/2009/01/16/pfizer-ge-y-hertz-anuncian-despidos>



El mercado de capitales se comporta de acuerdo a la situación económica de su momento, de esta forma, debido al tamaño de la economía estadounidense que representaba en el 2008 el 23,09% del PIB mundial, las fluctuaciones actuales en los ciclos económicos de este país, generan a su vez, perturbaciones que afectan al mundo entero. Este hecho de ninguna manera significa que el mercado no funcione o que lo haga de manera incorrecta; estos hechos deben entenderse no como errores propios del mercado, sino de sus actores y sus formas de proceder. La corrupción, políticas económicas equivocadas, inversiones puramente especulativas, enormes carteras incobrables y préstamos no sustentados han desencadenado esta avalancha financiera.

El mercado de capitales como mercado, se comporta de acuerdo a las leyes de oferta y demanda, de esta forma una contracción en la curva de demanda tiene como efecto una disminución de las cantidades tranzadas así como una disminución en los precios de equilibrio. Igualmente, una contracción en la oferta tiene como resultado una disminución en las cantidades tranzadas, pero con un aumento en los precios de equilibrio.

De una manera más compleja esto ha venido sucediendo en la actual crisis: la oferta y la demanda se han venido contrayendo generando pérdidas a los sectores financieros de USA, Europa y Japón por cerca de US\$4,1 billones según el FMI. Según cálculos de esta entidad, es necesario inyectarle a las economías europea y norteamericana cerca de US\$875.000 millones para volver al nivel de endeudamiento de antes de la crisis.<sup>29</sup>

Otros efectos de estas contracciones es la caída de tres de las firmas de inversiones más prominentes de Wall Street, Bear Stearns. Otra, Lehman Brothers, cayó en la bancarrota el 16

<sup>29</sup> <http://www.elmundo.es/mundodinero/2009/04/21/economia/1240319172.html>

de Septiembre del año pasado.<sup>30</sup> Una tercera, Merrill Lynch, accedió a ser vendida para evitar el mismo desenlace.<sup>31</sup>

“La crisis afectará a todos los países en desarrollo en los próximos dos años, mediante la contracción de los volúmenes de exportación, la disminución de los precios, la desaceleración de la demanda interna, el descenso de las remesas y la inversión extranjera, el menor acceso al financiamiento y el retroceso de los ingresos. Según nuevas proyecciones del FMI, el crecimiento del mundo en desarrollo se reducirá de un promedio del 8,1% en 2006-07, hasta el 1,6% en 2009. Mientras tanto, para este año se proyecta una disminución del producto mundial del 1,3%.”<sup>32</sup>

Uno de los problemas actuales en todas las actividades de inversión es el riesgo. Dada la crisis económica mundial, éste, además de estar presente en todas las bolsas y mercados de capitales, dado el carácter de inversión de estas, el riesgo registra niveles mucho más altos a los normales. En una economía globalizada, el efecto de un desplome en una parte del mundo se puede sentir inmediatamente en el hemisferio opuesto. Ese es uno de los males de la globalización y uno de los mayores peligros financieros del sistema económico actual.<sup>33</sup> Es necesario desarrollar metodologías de medición mucho más exactas y constantes, de manera que se tenga permanentemente un registro y sobre todo un control del riesgo mucho más detallado, como variable determinante en los procesos de inversión.

A pesar de todos estos hechos es innegable que el mercado de capitales ha aportado y generado riqueza a nivel colectivo entre sus participantes.

Un ejemplo de esto ha sido el imparable crecimiento del índice Dow Jones, que se multiplicó por 299 veces en sus 112 años de vida contando con un rendimiento anual promedio del 5% (incluyendo crisis como la del 29).

### **6.3 El mercado de capitales en el mundo**

El mercado de capitales detenta un altísimo volumen de transacciones (cerca de 2000 millones de acciones negociadas únicamente en la bolsa de Tokio en Marzo de 2009), su nivel de activos y capital involucrado representa gran parte de la economía global (sólo el volumen diario de los mercados cambiarios es superior a un millón de millones de dólares, lo que es equivalente a casi

---

<sup>30</sup> <http://www.clarin.com/diario/2008/09/16/elmundo/i-01761367.htm>

<sup>31</sup> [http://dinero.aol.com/articulos/\\_a/la-crisis-financiera-se-agrava-en/20080916140209990001](http://dinero.aol.com/articulos/_a/la-crisis-financiera-se-agrava-en/20080916140209990001)

<sup>32</sup> <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/BANCOMUNDIAL/NEWSSPAINISH/0,,contentMDK:22155088~menuPK:51191012~pagePK:34370~piPK:34424~theSitePK:1074568,00.html>

<sup>33</sup> [http://www.accessmylibrary.com/coms2/summary\\_0286-31932985\\_ITM](http://www.accessmylibrary.com/coms2/summary_0286-31932985_ITM)

10 veces el volumen diario de transacciones comerciales tanto de bienes como de servicios en el ámbito mundial), existe un gran número de actores involucrados y la diversidad de instrumentos utilizados en este es inmensa.

Sólo teniendo en cuenta estos datos es innegable el papel preponderante de este mercado y su acelerado crecimiento y participación en la economía mundial.

Diversos factores han contribuido a esta globalización del mercado de capitales, entre ellos se destaca la innovación en el área de tecnología, infraestructuras de telecomunicaciones más sólidas, nuevos y mayores intereses en invertir en securities foráneos para de esta forma diversificar el portafolio, disminuir el riesgo sistémico y obtener una mayor rentabilidad. La disminución en los controles de tipo cambiario y de la misma forma a los flujos de capitales han estimulado de sobre manera el desarrollo de este mercado. La incorporación de nuevos instrumentos de valor, como las opciones put y call, los futuros, swaps de divisas y tasas de interés, así como otros, también ofrece mayores opciones de inversión, casi a la medida, al inversionista.

El mejoramiento en las tecnologías de la información ha permitido disponer de detalles al instante referente a precios y volúmenes de operación a través de la red, así como negociar, bien sea comprar o vender, valores sin que sea una condición *sine qua non* un lugar físico para ello, tal y como sería una bolsa de valores.

La importancia de este mercado radica en la generación de riqueza, creación de nuevas fuentes de trabajo, optimización de los recursos, nuevos y eficientes modos de capitalización para las empresas, impulsar el crecimiento de las mismas, llevarlas a mercados internacionales, desarrollo de la economía, entre muchas otras ventajas de este gran mercado.

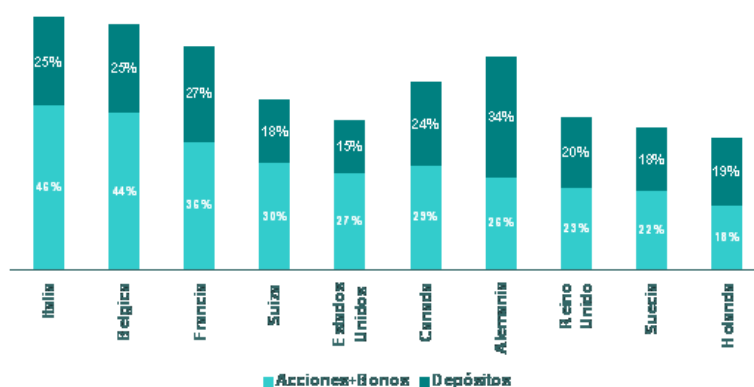
En el mundo globalizado los inversores ya no son los bancos sino gente común. La democratización que ha sufrido el mercado de capitales en el mundo ha sido inmensa en los últimos años, cada vez el público tiene mayor participación en el mercado de capitales, por ejemplo, esto se evidencia si comparamos las proporciones de ahorro asignadas a este mercado. En 1980 países como USA, Francia, Italia, Suecia, U.K. o Alemania destinaban una proporción muy pequeña de su ahorro al mercado de capitales (entre el 13% y 5%), ya en el 2000 estos países habían duplicado, sino triplicado esta proporción (de 34% a 16%). En un día promedio de la bolsa NYSE (New York Stock Exchange) más de 1.2 billones de acciones (avaluadas en más de \$43 billones de dólares) son transadas, más de 2.800 compañías están en lista, expandiendo el mercado con sus acciones combinadas en un ratio de más de \$10 trillones de dólares.



34

Este cambio progresivo en las tendencias de ahorro ha continuado, destinándose cada vez una mayor proporción de ingreso a actividades de inversión en este mercado. Esta respuesta ha generado diversos resultados, de los cuales, los más destacables son una mejor calidad de vida, ingresos per cápita más altos, menores niveles de inflación, expectativas de vida mayores, así como tasas de analfabetismo notablemente reducidas, entre muchos otros.

El crecimiento que ha sufrido este mercado no sólo se evidencia en la proporción de ahorros destinados a este mercado. En la mayoría de países desarrollados el proceso de democratización del mercado de capitales es evidente: en el año 2005 la gente ya destinaba una mayor proporción de sus activos financieros al mercado de capitales, sobrepasando la participación de la banca tradicional en los activos financieros de los hogares en cerca de 7,6 puntos por promedio.



35

<sup>34</sup> Ibid.

<sup>35</sup> Visco et al (2005): Ageing and Pension System Reform: Implications for Financial Markets and Economic Policies

De esta forma las familias lograban generar rentabilidades superiores a los tradicionales bancos comerciales (desde un 5% a un 50% o 60% dependiendo el país, tipo de inversión y plazo de esta, entre otras muchas variables).

No hay que perder de vista que la generación de riqueza es uno de los beneficios implícitos en el mercado de capitales. El empleo por ejemplo, como parte esencial en la generación de riqueza, se incentiva casi de forma inmediata al apoyar directamente proyectos de expansión y crecimiento empresarial. El constante flujo de dinero reactiva la demanda así como la oferta, creándose de esta forma un círculo virtuoso lleno de resultados positivos.

Al realizarse una inversión de tipo público y masivo, a la luz de un mercado desarrollado, bien conocido y debidamente reglamentado, se cuentan con menores riesgos si se le compara con un tipo de mercado muy conocido actualmente en nuestro país: los mercados de tipo piramidal como DMG. No obstante, el riesgo está siempre presente en este tipo de actividad dado su carácter de inversión.

El crecimiento económico y lo que es mucho más importante, el desarrollo económico, se han visto poderosamente influenciados por el perfeccionamiento que ha sufrido el mercado de capitales. Economías como la japonesa, francesa, británica, alemana y estadounidense no hubieran podido convertirse en potencias sin explotar este elemento ahora indispensable de sus economías, posicionándose en este momento como las seis economías más poderosas junto con China.

El mercado de capitales es para las compañías una de las fuentes más importante para obtener sus recursos. Entre 1997 y 2000, NASDAQ<sup>36</sup> impulsó a 1.649 empresas públicas y en el proceso generó \$316.5 billones de dólares. Actualmente esta es capaz de transar más de 6 billones de acciones diariamente.

Una gran ventaja que este tipo de intercambio brinda es la liquidez. Características no menos positivas que se desprenden de esta liquidez y ofrecen a la organización emisora una serie de ventajas son, por ejemplo, un poder de negociación mayor con los diferentes proveedores al establecer las relaciones de intercambio con activos muy líquidos como efectivo, cheques, depósitos bancarios, etc., fruto de la emisión de acciones (o cualquier otra actividad en el mercado de capitales).

---

<sup>36</sup> Mercado electrónico nacido en 1971. Pionero a nivel mundial en cotizar empresas relacionadas con sectores tecnológicos que cuentan con altos índices de crecimiento. Actualmente es el mayor mercado electrónico por volumen de negocio y número de empresas cotizadas.

Mejores rentabilidades son otro resultado esperado en el mercado de capitales al aprovechar diferentes mercados, organizaciones y contextos para realizar procesos de inversión, pero no se debe olvidar un hecho inherente a la rentabilidad: mayores rentabilidades implican mayores riesgos.

Una característica distintiva de este tipo de mercado es su papel como facilitador de recursos y generador de riqueza (la sola bolsa de New York a Mayo de 2.000 alcanzó un nivel de capitalización del mercado de 16.700 millones de dólares).

Los Bancos Comerciales cuentan generalmente con recursos de corto plazo, por otro lado las distintas organizaciones necesitan los recursos por un periodo que va de mediano a largo plazo. Estas características las cumple el mercado de capitales, el cual transforma recursos disponibles de corto plazo en recursos listos para actividades de inversión con un alcance largoplacista.

Esto se logra ya que se permite a las organizaciones utilizar recursos de largo plazo para la satisfacción de sus necesidades de capital, logrando así los resultados deseados: mayor crecimiento, modernización de procesos, aplicación de tecnologías de punta, etc., generándose a su vez beneficios macroeconómicos importantes como reducir las tasas de desempleo, generación de nuevas fuentes de trabajo, aumentar la inversión extranjera, promover el desarrollo industrial nacional, organizaciones competitivas, optimización de recursos, etc.

#### **6.4 USA y el SEC en el mercado de capitales mundial**

USA ha tenido un papel protagónico en el desarrollo del mercado de capitales. Sus bolsas (NYSE y Nasdaq principalmente) son de las más poderosas del mundo con altos volúmenes de transacción. Esta última, por ejemplo, a principios de este siglo alcanzó a generar utilidades por cerca de \$320 billones de dólares entre las diferentes compañías enlistadas en sólo 3 años. El NYSE alcanzó una capitalización del mercado a Mayo de 2000 de 16.700 millones de dólares, una de las más altas del mundo.

*“Para tener una noción comparativa del volumen de negocios de los mercados financieros en el mundo se puede observar el promedio de negocios del índice Dow Jones, donde se observa que el promedio diario de negociaciones varió de doscientos veinte mil millones de dólares en el 2004 a trescientos veinte mil millones de dólares en el primer bimestre de 2008”<sup>37</sup>.*

---

<sup>37</sup> [www.eumed.net/libros/2008a/374/El%20Mercado%20de%20Capitales%20en%20el%20Mundo.htm](http://www.eumed.net/libros/2008a/374/El%20Mercado%20de%20Capitales%20en%20el%20Mundo.htm)

Estas cifras ponen al descubierto la magnitud que estos mercados tienen en América del Norte y, por ende, el impacto que este tiene sobre la economía mundial. Debido a esto, es evidente la importancia que tiene este país y su mercado en el desarrollo de la materia y, en consecuencia, se torna necesario hacer una revisión de este.

Como se mencionó anteriormente, el mercado de capitales se comporta de acuerdo economía, de esta forma, la información y el conocimiento son trascendentales en esta actividad. Estos deben ser lo más transparente posible, mostrando el comportamiento fiel de la economía y sus variables.

Para lograr esto, un marco normativo debidamente desarrollado es fundamental. Estados Unidos como país líder en el mercado de capitales, a pesar de la crisis actual, detenta un sinnúmero de agencias reguladoras (SEC, FINRA, FDIC, NCUA, etc.), leyes definidas y un espectro normativo representativo y líder en esta industria.

El principal encargado de la supervisión de los agentes participantes del mercado de capitales es el SEC, aunque los particulares desempeñan un papel preponderante en el control y desarrollo de las actividades en este mercado. El derecho privado de acción se encuentra amparado bajo las leyes federales y estatales. Como tal, ejerce una significativa fuerza de control sobre las entidades y transacciones del mercado. De la misma forma las leyes contra el fraude juegan un rol crítico en este entorno y poseen una cobertura igualmente amplia y prelación sobre leyes de tipo más local.

Los futuros y determinados aspectos en los derivados son regulados por CFTC (Federal Commodity Futures Trading Commission).

Existen a su vez 7 estatutos federales principalmente en cuanto al marco regulatorio de los securities:

1. The Securities Act of 1933
2. The Securities Exchange Act of 1934
3. The Trust Indenture Act of 1939
4. The Investment Company Act of 1940
5. The Investment Advisers Act of 1940
6. The Securities Investor Protection Act of 1970
7. The Sarbanes-Oxley Act of 2002<sup>38</sup>

---

<sup>38</sup> [http://en.wikipedia.org/wiki/Securities\\_regulation\\_in\\_the\\_United\\_States](http://en.wikipedia.org/wiki/Securities_regulation_in_the_United_States)



Adicional a estas leyes existen numerosos decretos y actos jurídicos amparados bajo estas 7 leyes principales, la mayoría diseñadas por el SEC. Las leyes de tipo estatal que gobiernan la emisión y el comercio de securities son comúnmente llamadas Blue Sky Laws.

El SEC como comisión gubernamental tiene como objetivo principal proteger a los inversores, mantener la justicia, el orden y el funcionamiento eficiente de los mercados, así como facilitar su formación.

El interés común de todas las personas en un crecimiento económico que produzca trabajos, mejore los índices de vida, y proteja el valor de los ahorros significa que todas las acciones del SEC deben ser tomadas con el objetivo de promover la formación de capital, condición necesaria como sustento para un efectivo crecimiento económico.

Las leyes y normas que gobiernan la industria de securities en los Estados Unidos deriva de un simple, pero visionario concepto: todos los inversores, sin importar su tamaño, deberían tener acceso a cierta información y hechos básicos acerca de las inversiones antes de comprarlas. Para lograr esto el SEC requiere que compañías públicas descubran información financiera y de otro tipo relevante para el público inversor. Esto genera un mar de conocimiento común para que todos los inversores lo usen para su toma de decisiones acerca de compra, venta o retención de un security determinado. Sólo por medio de esta construcción de conocimiento colectivo se pueden generar buenas decisiones de inversión que construyan capital, riqueza y beneficios a nivel agregado.

El resultado de este flujo de información es un mercado de capitales mucho más activo, eficiente, y transparente que facilita, como se mencionó anteriormente, una formación de capital vital para cualquier economía nacional. Para asegurar que este gran objetivo sea siempre alcanzado, el SEC continuamente trabaja con el mayor número de participantes del mercado (agencias, inversores privados, compañías nacionales e internacionales, gobiernos, personas naturales y jurídicas, etc.)

El SEC supervisa a los diferentes participantes del mercado de securities, incluyendo a los comerciantes de estos, sus corredores, consejeros de inversión y fondos mutuos.

Una de las mayores fuentes de información son los mismos agentes inversores, una razón adicional para promover inversionistas educados y conscientes de su papel en el desarrollo de un mercado de capitales eficiente. Para apoyar estos procesos de educación a los inversores el SEC ofrece muy buena información desde su portal web que de hecho incluye también la

EDGAR database, la cual contiene todos los documentos que las distintas organizaciones tienen que entregarle al SEC para cumplir con sus requerimientos de registro y certificación.<sup>39</sup>

---

<sup>39</sup> <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml>

## **7. EL MERCADO DE CAPITALES EN COLOMBIA**

### **7.1 Desarrollo de la Bolsa de Valores de Colombia:**

En el país el desarrollo del mercado de capitales ha venido rezagado al desarrollo de la economía nacional. La industrialización colombiana vista a principios de siglo pasado, producto del sector cafetero, impulsó el proceso de tecnificación en diferentes sectores de la economía, acrecentando los flujos de capital en regiones tan importantes para la época como Cundinamarca y Antioquia.

A pesar de esto, el proceso de industrialización intensificó la necesidad de acumular capitales para la creación de compañías que comenzaran a impulsar el desarrollo de un verdadero empresariado nacional. Simultáneamente, el sector financiero aumentaba cada vez más su tamaño empujando con sus resultados la creación de una bolsa de valores, idea que finalmente fue desarrollada por un grupo de empresarios. Esta idea buscaba apoyar el floreciente proceso de industrialización, así como establecer un control más adecuado para las transacciones de propiedad y las nuevas expresiones de valor provenientes de las inversiones de tipo empresarial.

La Bolsa surgió en un momento crítico para la economía del país, permitiendo un desarrollo favorable en la industria colombiana, ayudando además a sobrellevar la difícil situación económica producto de las guerras que a nivel mundial se vivían en esos momentos. La Bolsa de Bogotá se constituyó formalmente en 1928 bajo la supervisión de una institución muy reciente también, la Superintendencia Bancaria. La bolsa inició con un capital social de \$20.000 y 17 puestos comisionistas.

La primera rueda bursátil que efectuó esta bolsa fue el 2 de Abril de 1929, año del crash en la Bolsa de New York. Debido a esto, las primeras operaciones fueron bastante complicadas viéndose contagiados de pánico e incertidumbre los pioneros del mercado de capitales nacional. Para 1934 se estableció una nueva bolsa: la Bolsa de Colombia, pero ésta terminó integrándose con la ya existente Bolsa de Bogotá.

Esta integración tuvo un impacto positivo sobre la actividad bursátil, devolviéndole la confianza al poco público que este mercado tenía.

Los años 50's obstaculizaron nuevamente el crecimiento de la misma al existir una intervención demasiado activa del Estado sobre la economía y como tal sobre la Bolsa. Sucesivas y

equivocadas decisiones económicas terminaron por deprimir nuevamente la actividad en bolsa e impulsaron de gran manera la banca tradicional con sus operaciones crediticias.

En 1961 se creó la Bolsa de Medellín con un capital social de \$522.000 y 29 puestos comisionistas. Esta Bolsa gozaba de una posición geográfica privilegiada, ya que por esa época Medellín era ya un centro urbano con gran actividad empresarial. Las bonanzas cafeteras, crecimientos en las exportaciones y pronunciados desarrollos industriales pusieron esta plaza, en corto tiempo, al mismo nivel de la Bolsa de Bogotá. El nacimiento de esta nueva bolsa no sólo impulsó la industria y al empresariado colombiano, sino también permitió la descentralización de capitales y el involucramiento de una población que cada vez tomaba más fuerza en el escenario económico del país.

De una forma muy similar, la actividad económica en el occidente hizo necesaria la creación de una Bolsa en esta zona del país. Prontamente, en 1983 esta plaza bursátil cobró vida y acompañó con una notable participación e incrementos en los volúmenes tranzados hasta del 236% anual, a los otros dos escenarios bursátiles del país.

El comienzo del nuevo siglo se vio marcado con la necesidad de consolidar un único mercado de capitales en el país. Este nuevo escenario exigió definir de forma puntual procesos de modernización, internacionalización y democratización paulatinos a través de la integración de las diferentes Bolsas del país, Bogotá, Medellín y Occidente, para darle paso a la nueva y única Bolsa de Valores de Colombia. Esta pasó a remplazar en el 2001 a las 3 bolsas, integrando el mercado bursátil, los inversionistas y emisores.

## **7.2 Caracterización del mercado de capitales colombiano:**

“El mercado de capitales colombiano se ha caracterizado por su baja liquidez (volúmenes negociados reducidos) y por su escasa profundidad (pocos instrumentos financieros disponibles).”<sup>40</sup> A diferencia de los mercados de capitales de talla mundial citados a lo largo del apartado anterior, el mercado nacional se encuentra conformado únicamente por el mercado de deuda y el mercado de acciones, las posibilidades que Colombia ofrece en el mercado de derivados son muy escasas, casi nulas. Sin embargo, organismos como la Bolsa de Colombia y la superintendencia financiera se encuentran liderando proyectos como Colombia Capital para mejorar esta situación. Este programa busca dar a conocer a los empresarios las ventajas del

---

<sup>40</sup> <http://www.bvc.com.co/bvcweb/mostrarpagina.jsp?codpage=11004>

mercado de valores y desarrollar mecanismos alternativos de financiación e inversión de largo plazo.

Como se mencionó anteriormente, la Bolsa de Valores de Colombia es el escenario en el que el mercado de capitales se desarrolla en el país. Al ser este un entorno centralizado de negociación de títulos valores, facilita la demanda y oferta de instrumentos financieros por parte de los distintos actores involucrados. De esta forma, los inversionistas encuentran muchas más opciones de inversión, los emisores desarrollan de una manera más ágil el proceso de captación de recursos tan importantes para sus actividad productiva y el mercado bursátil tendrá un espacio más idóneo para su operación. Como resultado, toda la economía nacional se ve beneficiada en tanto se dispone de un mejor espacio para la circulación de recursos del ahorro hacia la inversión.

Adicional a la Bolsa de Valores de Colombia existe la Bolsa Nacional Agropecuaria. Esta fue constituida en 1979 pretendiendo organizar el funcionamiento de un mercado público de productos, bienes y servicios agropecuarios sin la presencia física de ellos, así como documentos representativos de subyacentes agropecuarios. Este tipo de activos no sólo hacen parte de la BNA, por el contrario se encuentran presentes en todos los mercados de capitales del mundo en donde se negocia con instrumentos derivados. Es decir, un activo subyacente es aquel que se toma como referencia para la realización de los contratos de derivados, o de una forma más sencilla, “es el activo financiero que es objeto de un contrato negociado en el mercado de futuros.”<sup>41</sup>

La BNA desarrolla su papel como escenario idóneo para la comercialización de productos de tipo agropecuario y agroindustrial. La introducción de este escenario al mercado de capitales colombiano ofrece a los inversionistas diferentes opciones para la colocación de sus recursos, y a los productores y agroindustriales instrumentos alternos para obtener liquidez que les permita adelantar sus actividades productivas.<sup>42</sup> Así mismo, promueve el desarrollo económico del país aceptando y potencializando sus condiciones como país agroindustrial.

La BNA representa en Colombia un gran escenario para el desarrollo de mercados de capitales, ya que al contar el agro con una alta participación en el PIB, los niveles de operaciones, así como las decisiones tomadas tienen un alto impacto sobre la economía nacional. Por ejemplo, “el comportamiento bursátil de la semana comprendida entre el 25 y el 29 de mayo de 2009 de la BNA, registró operaciones por valor de \$289.019,44 millones de pesos; dentro de las cuales las Operaciones de Registro de Facturas, alcanzaron los \$274.758,07 millones (95.1%) y las

---

<sup>41</sup> [http://www.eumed.net/cursecon/dic/glosario\\_de\\_mercados\\_financieros.htm](http://www.eumed.net/cursecon/dic/glosario_de_mercados_financieros.htm)

<sup>42</sup> <http://www.bna.com.co/LABNA/NuestraEmpresa/tabid/99/Default.aspx>

Operaciones de Mercado Abierto –OMAS, los \$14.261,37 millones de pesos (4.9%). Durante la semana, el instrumento financiero que más se negoció fueron los Repos<sup>43</sup> sobre Certificados de Depósito de Mercancías –CDM's, los cuales registraron negocios por \$4.943,38 millones de pesos. La tasa bruta promedio ponderada de rentabilidad hasta 90 días a como se negociaron los instrumentos financieros de la BNA durante la semana fue del 11.61% EA, inferior a la del 11.94% de la semana anterior. El valor promedio de negocios por rueda diaria durante esta semana alcanzó los \$72.254,86 millones de pesos.”<sup>44</sup>

A pesar de estos grandes avances, en la actualidad existe consenso con respecto al limitado grado de desarrollo del Mercado de capitales en Colombia. Una de sus principales características es la exclusión. El número de empresas que tienen acceso a este es demasiado bajo, actualmente se encuentra un listado de 85 emisores en la Bolsa de Valores de Colombia. Si se compara este número con el universo empresarial colombiano compuesto por más de 27.541 compañías<sup>45</sup>, que son sólo las que registran sus estados financieros ante las entidades de vigilancia y control (superintendencias), el escenario es aterrador. Estas cifras indican que sólo el 0,3% de las empresas se encuentran realizando algún tipo de actividad en el mercado de capitales colombiano.

Una metodología muy sencilla para conocer el grado de desarrollo del mercado de capitales colombiano es determinar el grado de participación de las capitalizaciones bursátiles<sup>46</sup> en el PIB. Durante el 2007 la ratio fue equivalente al 18,6% del PIB según cálculos de la ANIF, de esta forma, tanto en términos de capitalización bursátil como en relación a otras economías latinoamericanas Colombia se encuentra en una fase inicial de desarrollo de su mercado de capitales, a saber Chile, Brasil y México cuentan con participaciones del 130%, 104% y 45% respectivamente en este índice según datos del World Economic Outlook Database y el World Federation of Exchanges. Según la misma fuente, la ratio para países con un mercado de capitales ya desarrollado alcanza niveles muy superiores, por ejemplo USA alcanza el 144% y España un 125% por no mencionar más ejemplos.

---

<sup>43</sup> Son operaciones de compra-venta de títulos valores con el acuerdo de recomprarlos o revenderlos en el futuro, en una fecha y en condiciones financieras preestablecidas. Al vencimiento, el vendedor recibe sus títulos y el comprador recibe el efectivo entregado más los intereses correspondientes. Los REPOS son usados por los bancos centrales en sus operaciones de mercado abierto a los fines de restablecer niveles adecuados de liquidez bancaria, a la vez que permiten la afectación de ésta de forma temporal. Deben su nombre a la contracción de la denominación en inglés de este instrumento "repurchase and reverse repurchase agreement".

<sup>44</sup> <http://www.bna.com.co/PreciosyEstadisticas/ComportamientoSemanaBursatil/tabid/354/Default.aspx>

<sup>45</sup> [http://www.dinero.com/wf\\_InfoArticulo.aspx?idArt=48941](http://www.dinero.com/wf_InfoArticulo.aspx?idArt=48941)

<sup>46</sup> La capitalización bursátil se define como el valor de las empresas a precios de mercado. Fuente: BVC

Una de las principales razones para que se dé esta reducida participación son los costos asociados al mercado de capitales colombiano. La mayoría de las empresas no pueden desarrollar emisión de acciones debido a los requisitos existentes para esto. Uno de los requisitos para la emisión de acciones es contar con un nivel patrimonial de mínimo 7.000 millones de pesos. Según una investigación de la Revista Dinero, las PYMES colombianas cuentan con un nivel de activos entre 260 y 2.300 millones de pesos en promedio<sup>47</sup>, esto quiere decir, que este gran grupo no tendría posibilidades de siquiera realizar una emisión de acciones dadas sus condiciones económicas. Debido al peso que tienen en la economía colombiana la micro, pequeña y mediana empresa (85,8% del total empresarial colombiano)<sup>48</sup>, esta exigencia está impidiendo el acceso de la mayoría del empresariado colombiano a esta rama del mercado de capitales, teniéndola como posibilidad sólo un 14,2% restante que hace referencia a las grandes empresas. Por otra parte, la emisión de bonos tiene una gran restricción para las PYMES colombianas: el nivel mínimo de emisión. Según el artículo 1.2.4.2 de la resolución 400 de 1995 el primer requisito para la emisión de bonos es:

**“Art. 1.2.4.2.- Modificado. Res. 334 de 2000, art. 2°. Requisitos para la emisión de bonos.** Son requisitos para la emisión de bonos los siguientes:

1. El monto de la emisión de bonos objeto de inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios para realización de oferta pública o para inscripción en bolsa, no debe ser inferior a dos mil (2000) salarios mínimos mensuales, salvo que se trate de emisiones de bonos de riesgo, para las cuales no aplicará esta limitante.”<sup>49</sup>

De la misma forma que las acciones, la emisión de bonos dada su mínimo nivel de emisión, se encuentra restringido para las grandes empresas, ya que este monto asciende a un nivel de 900 millones de pesos, es decir, la emisión mínima correspondería al 70,31% del nivel de activos de una PYME en promedio, inhabilitando de entrada sus posibilidades de emisión.

Las opciones de emisión presentes en el mercado de valores colombiano han evolucionado mucho gracias a notables avances en la materia como lo han sido la unificación de las bolsas en 2001 y la norma 964 de 2005 principalmente, pero en términos generales sólo existen 5 operaciones en total como opción de financiación a través del mercado de capitales: desde el patrimonio existe únicamente la opción de emitir acciones. Desde el pasivo, es decir, contrayendo deuda, se pueden emitir papeles comerciales o bonos dependiendo el plazo en que quiera desarrollar mi financiamiento: corto con papeles comerciales y largo con bonos. Desde el

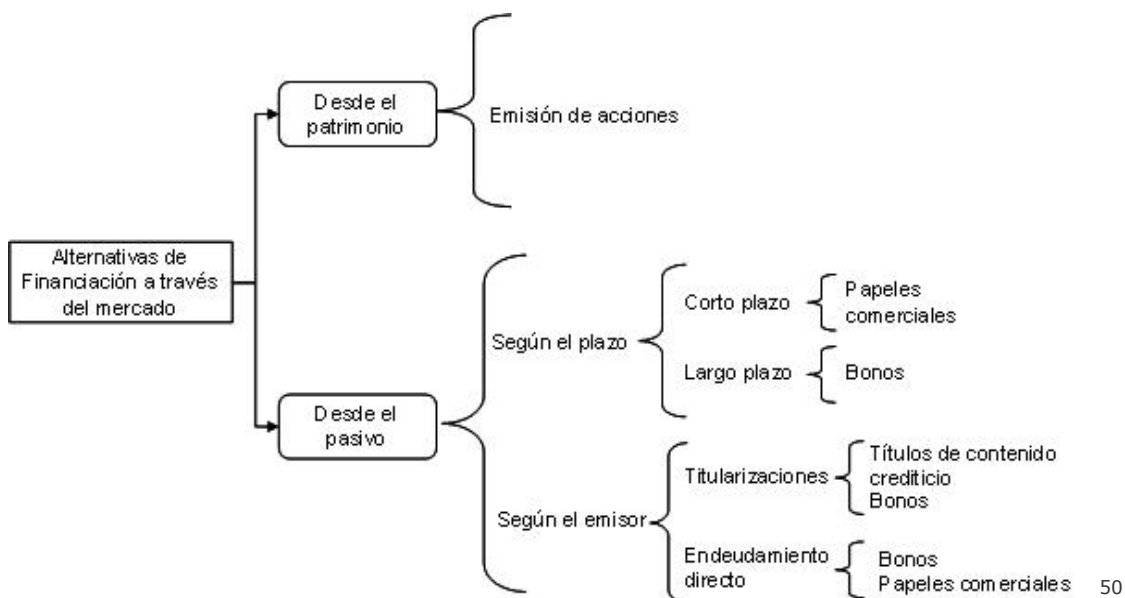
---

<sup>47</sup> [http://www.dinero.com/wf\\_InfoArticulo.aspx?idArt=48941](http://www.dinero.com/wf_InfoArticulo.aspx?idArt=48941)

<sup>48</sup> El 85,8% de las empresas colombianas son PYMES y microempresas, mientras el 14,2% son grandes empresas. Fuente: Revista Dinero 2007

<sup>49</sup> Artículo 1.2.4.2 de la resolución 400 de 1995.

pasivo también se pueden emitir títulos de contenido crediticio o bonos, pero bajo el concepto de titularización, es decir, se estarían tranzando cuentas por cobrar o deuda de terceros.



En Colombia el mercado de dinero se expandió con una mayor velocidad que el mercado de capitales, debido a este hecho, el desarrollo de instrumentos financieros no ha sido muy variado si se le compara con mercados desarrollados como el NYSE. Sin embargo, es innegable el despertar que el mercado de capitales nacional ha tenido en los últimos años, evolucionado no sólo en materia normativa. Por ejemplo, por el lado de la oferta, la cuantía de activos negociados se ha cuadruplicado pasando de 60 billones de pesos en el 97 a 243 billones de pesos en el 2005. Este hecho significó para el sector un aumento en la participación del PIB, pasando de representar un 49% a un 86% en el mismo periodo, demostrándose de esta forma el avivamiento que está sufriendo este mercado desde la oferta. Desde la demanda, el total de inversiones de la banca tradicional en el año 2005 fue de 160 billones de pesos aproximadamente, representando cerca del 60% del PIB de ese año, una cifra considerablemente alta si se le compara con la misma en el año 95 (35 billones de pesos representando cerca del 40% del Producto Interno Bruto).

Por otro lado, el total de inversiones del sector no bancario ascendió a 57 billones de pesos en el año 2005, representando cerca del 21% del PIB, con respecto a 4,5 billones de pesos en el 95, que representa a su vez el 3% del PIB. Estas inversiones se han visto representadas en su mayoría en Títulos de Tesorería (TES) o bonos de tipo financiero.

<sup>50</sup> <http://www.bvc.com.co/bvcweb/mostrarpagina.jsp?codpage=11004>



En resumen, la oferta total de los títulos valores a 2005 tuvo una representación en el PIB del 86%, mientras la demanda alcanzaba un 81% (60% de la banca tradicional y 21% del sector bancario), existiendo en el mercado de títulos valores un exceso de oferta de 5 puntos porcentuales (cerca de 2 billones de pesos del 2005). Este hecho muestra que el mercado de capitales no ha sido estimulado en la forma correcta. Es necesario estimular la demanda antes que la oferta, para de esta forma, primero que todo, equilibrar el mercado y acrecentar no sólo el volumen de operaciones, sino también el número de actores involucrados.

Los primeros en incrementar su número deben ser los inversores, para que estos le inyecten capital a las operaciones y compañías disponibles en el momento, generen mayores rentabilidades y dividendos, dado el aumento en la demanda que sufren los distintos activos financieros. Al obtenerse este tipo de resultados el mercado de capitales se convierte cada vez más en un mercado atractivo para la obtención de recursos (compañías emisoras), así como para la consecución de llamadas rentabilidades (inversores), generándose un círculo virtuoso sustentado no en la especulación, sino en la actividad productiva del país.

Analizando el mercado de capitales colombiano desde la demanda, es decir, desde los inversionistas que participan en este, los resultados nos llevan al mismo punto.

Uno de los grandes problemas para llevar a cabo una democratización efectiva en el mercado de capitales es el alto índice de pobreza en Colombia. El país cuenta con uno de los índices de pobreza más altos en América Latina, cerca del 60% de su población tiene un nivel de ingresos de 2 o menos dólares diarios, dejando incluso las necesidades básicas relegadas, dado este escaso poder adquisitivo. Niveles de ingresos por debajo o iguales a 2 dólares diarios no dan cabida a márgenes de ahorro y mucho menos de inversión, imposibilitando su acceso al mercado de capitales, por no mencionar casi cualquier mercado.

Por otro lado, el restante 40% de la población con mejores capacidades económicas no se encuentra de ninguna forma sumergido en el mercado de capitales. El desconocimiento del mismo, así como la desconfianza que este genera en el público en general han sido los peores enemigos para un crecimiento más pronunciado de este mercado en Colombia.

El reacio comportamiento de los distintos empresarios a ceder el control y la propiedad de las empresas es considerado una de las principales razones de la estrechez existente en el mercado accionario en Colombia. Algunas explicaciones señalan a la existencia de un sesgo tributario en contra de la capitalización y a la existencia de un costo de capital mayor para la emisión de acciones. Otras fuertes razones aducidas por la literatura económica son la imperfección

mercados, el inadecuado gobierno corporativo, la falta de protección al accionista minoritario y la volatilidad en los países subdesarrollados. Sin desconocer la relevancia inherente a estas visiones, la evidencia empírica muestra que la utilización de las fuentes externas a la firma en las economías emergentes es un determinante con más peso (más del 50% de las fuentes totales) que en economías desarrolladas.

Fuentes netas de financiación de Alemania, Japón, Reino Unido y EEUU 1979-89 (porcentajes)				
	Alemania	Japón	RU	EEUU
Interna	80,6	69,3	97,3	91,3
Bancos	11	30,5	19,5	16,6
Bonos	-0,6	4,7	3,5	17,1
Nuevas acciones	0,9	3,7	-10,4	-8,8
Crédito de comercio	-1,9	-8,1	-1,4	-3,7
Transf. Capital	8,5		2,5	
Otros	1,5	-0,1	-2,9	-3,8

FUENTE: Corbett y Jenkinson 1994 (citado en Singh 2003)

Pais	Financ. Interno	Financ. Externo (acciones)	Financ. Externo (deuda largo plazo)
Brasil	56,4	36	7,7
India	40,5	19,6	39,9
Jordan	66,3	22,1	11,3
Malaysia	35,6	46,6	17,8
Méjico	24,4	66,6	9
Pakistan	7,4	1,7	24,3
Korea	19,5	49,6	30,9
Thailandia	27,7		
Turquia	15,3	65,1	19,6
Zimbabwe	5,8	38,8	3,2
Total	38,8	39,3	20,8
F1	20 *	31,4 *	21,2 *
F2	16,69 *	18,93 *	6,38 *

F1= Estadístico F para comparación de los promedios de los países

F2 = Estadístico F Bartlett-Box para la varianza entre países

\* implica rechazo de la hipótesis de promedios o varianzas iguales

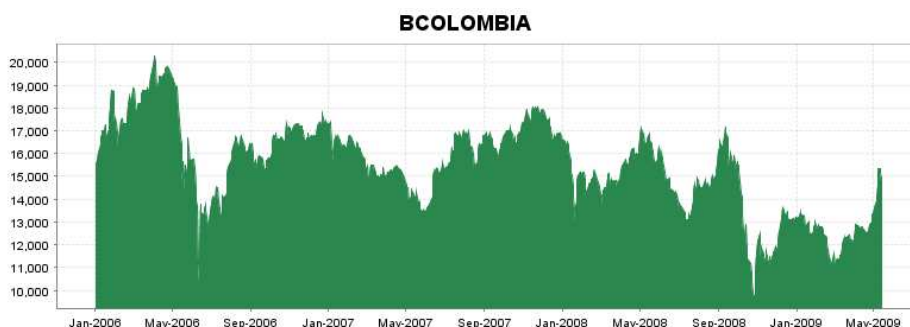
FUENTE: Singh (1995)

Esta evidencia no sólo ayuda a desmitificar y a perder el miedo a pensar en serio en el desarrollo de alternativas de financiación y sostenibilidad de la competitividad e innovación para las organizaciones en Colombia.

La discusión acerca de por qué no se ha desarrollado el mercado de capitales en Colombia está tan vigente hoy como hace unas décadas (Misión de Estudios del Mercado de Capitales 1996). Más aún, desde hace casi 25 años se han adoptado en el país importantes políticas con el fin de promover el desarrollo del mercado de capitales: la ley 75 de 1986, primera ley en propiciar la eliminación de sesgos tributarios contra la emisión de acciones. Así también, la Constitución Política de 1991, la ley 35 de 1993 y la ley 964 de 2005 constituyeron factores importantes para disminuir el costo del capital accionario a niveles competitivos frente al endeudamiento. No obstante, un estudio reciente para los 90's obtuvo como resultado que el costo de capital accionario es más alto y que su grado de competitividad bajo frente a otras fuentes de financiamiento. Parecería que el diagnóstico de la Misión de Estudios del Mercado de Capitales (1996) sobre la precaria inscripción de acciones a cotización y la alta concentración de las negociaciones en pocas acciones, no ha cambiado en casi 15 años. Es más, estudios señalan que el tamaño promedio de firmas cotizantes frente al resto de Latinoamérica continúa siendo reducido y, así también, no existe una diversificación en cuanto a los sectores que participan en dicho mercado accionario.

En las siguientes gráficas se analiza el comportamiento de las acciones pertenecientes a tres instituciones del sector bancario, uno de los sectores con mayor representación en la Bolsa de Valores de Colombia. Las acciones escogidas fueron aquellas con mayores índices de bursatilidad: Bancolombia, Banco Santander y Banco de Bogotá. En las primeras tres gráficas se tiene el valor de la acción a precios del mercado. En ellas se evidencia el impacto que ha tenido la crisis financiera global sobre el mercado accionario colombiano.

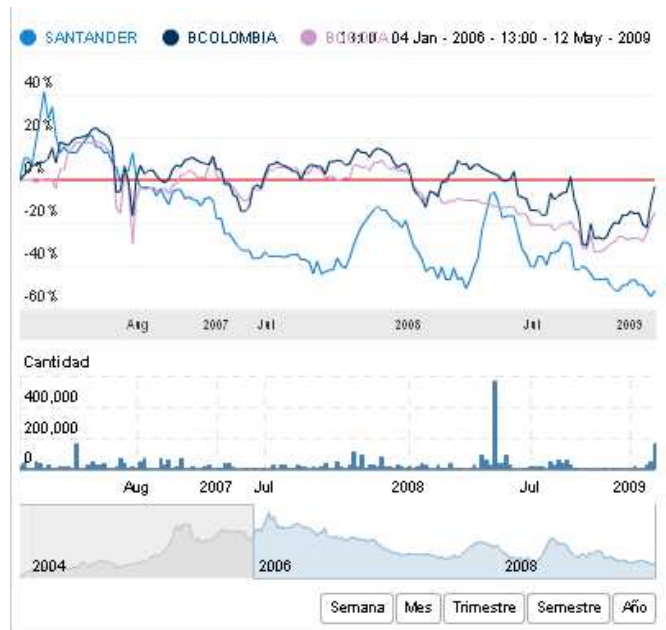
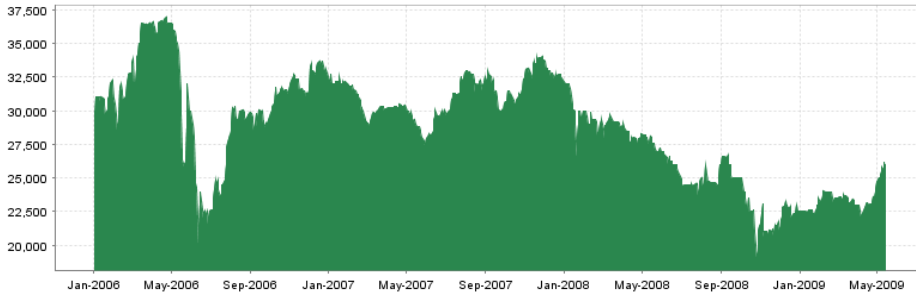
En los tres casos se tiene una caída en el precio de la acción, y en el cuarto, se compara el comportamiento de todas estas en conjunto, viéndose desde el 2006 (fecha de inicio de los datos), una alta volatilidad en el precio así como una pronunciada tendencia a la baja en estas acciones.



### SANTANDER



### BOGOTA



\* Corresponde a información de operaciones de compraventa

A nivel internacional, el análisis del mercado de capitales se ha venido realizando desde el punto de vista de la demanda, es decir, los distintos inversionistas que acuden a este escenario. Este proceder obedece a que la vía de transmisión más directa que tiene el riesgo sistémico son los inversionistas de tipo institucional, compuestos a su vez por la banca tradicional y el sector no bancario.

Adicional a esto, otro motivo para centrar el análisis en la demanda y no en la oferta, es debido a que el mercado puede alcanzar un proceso de estancamiento en su desarrollo por efecto de una

sobreoferta, de ninguna manera un exceso en la demanda. Excesos en esta llevan a un proceso de revitalización de la economía (si el aparato productivo lo permite), ya que los recursos fluyen de una manera más dinámica entre las partes, aumentando a su vez la demanda en los distintos mercados que la componen. He ahí la importancia de enfocar el análisis en la demanda, es ésta la que permite la estimulación de los mercados.

En el caso colombiano, las empresas se encuentran demandando recursos para llevar a cabo sus planes corporativos. Ante la necesidad de recursos y la imposibilidad de participar en los mercados de capitales debido a sus condiciones financieras, el empresariado colombiano, como se ha venido viendo, acude a la banca tradicional o al sector extrabancario. Frente a esta situación, lo indicado es desarrollar diferentes instrumentos financieros con requisitos más flexibles, ejemplos de esto pueden ser derivados que toman la forma de facturas. La compra y venta de éstas en el mercado de capitales a una tasa de descuento determinada podría llegar a ser una opción para compañías con necesidades de liquidez. Este tipo de derivado permitiría una inclusión efectiva a gran parte del empresariado nacional al mercado de capitales y facilitaría recursos tan necesarios para el desarrollo de los planes corporativos.

Por otro lado, un exceso de oferta lo que hace es presionar de manera negativa a los precios y las cantidades tranzadas, en un esfuerzo por recuperar el equilibrio en el mercado y alcanzar finalmente su punto de equilibrio. Este hecho aminora la cantidad de bienes tranzados así como el valor de los mismos, ya que está disminuyendo constantemente su precio. De esta forma, el mercado se ve desestimulado hasta alcanzar su punto de equilibrio, el cual puede ser visto también como un punto de estancamiento, del cual es imposible salir a menos que exista un exceso efectivo de demanda y un aparato productivo en condiciones de satisfacer tal situación como ya se mencionó.

Con todo esto, no se quiere decir de ninguna manera que existe algún tipo de excedente, aunque lo haya, bien sea del lado de la oferta o de la demanda. Se quiere hacer especial énfasis en que el desarrollo del mercado de capitales debe ir encaminado hacia la demanda, los inversores, ya que son estos los que le dan al mercado el dinamismo y los recursos necesarios para su funcionamiento.

### 7.3 El ahorro en Colombia:<sup>51</sup>

En el país son claras las necesidades de recursos para desarrollar los diferentes planes corporativos como ya se ha mencionado, pero no están muy claras las fuentes de esos recursos. Una de las posibles fuentes para este mercado es el ahorro privado. El deterioro en las tasas de ahorro registrado durante la primera mitad de la década de los noventa, continuó y se profundizó durante la segunda mitad de la década. Es importante destacar que este comportamiento estuvo enmarcado por la crisis de la economía Colombiana de 1998 y 1999, la cual afectó el comportamiento de las diferentes variables agregadas. En efecto, se observa que el ahorro nacional disminuye del 23% del PIB en el 95 al 13.4% del PIB en el 99. La caída del ahorro durante este período se puede atribuir tanto al estancamiento del ingreso disponible, el cual disminuye de 103.3% del PIB en el 95 al 100% del PIB en el 99, como al aumento del consumo, el cual pasó de representar el 80.6% del PIB en el 95 al 86.6 en el año 99. Por sector institucional, el descenso del ahorro durante la segunda mitad de la década de los noventa, obedeció fundamentalmente a la caída del ahorro público, el cual disminuye de 10.2% del PIB en el 95 a 3.1% del PIB en el 99. Esta caída se explica por el deterioro de las finanzas del sector público, cuyo déficit consolidado y especialmente el del Gobierno Nacional Central incrementaron significativamente entre el 95 y el año 99, al pasar de 0.3% del PIB a 4.1% del PIB y de 2.2% del PIB a 5.9% del PIB, respectivamente. El deterioro en las finanzas del sector público se origina principalmente en el aumento en los pagos totales del sector, los cuales pasaron de representar el 28.1% del PIB en el 95 al 38.0% del PIB en el 99.

**Variables agregadas como % del PIB**

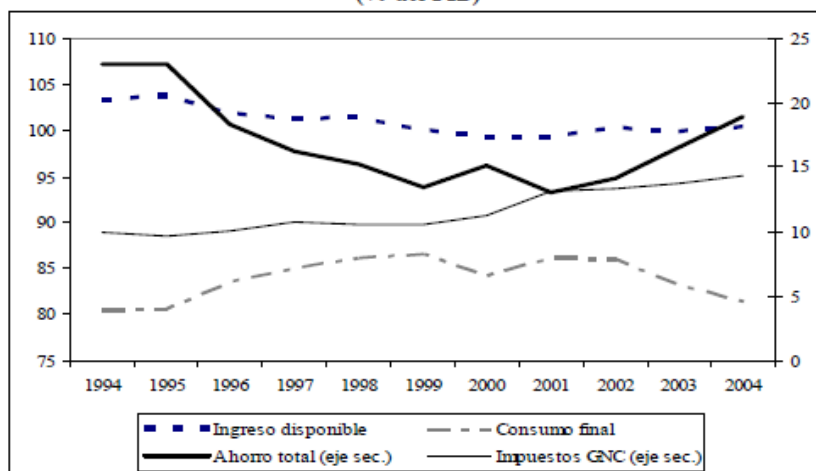
Año	Ingr. Disp.	Consumo			Ahorro			Ahorro privado			Inversión			Ahorro exter.
		Total	Hogares	Adm. púb.	Total	Público	Privado	Hogares	Soc. no finan.	Soc. finan.	Total	Pública	Privada	
1994	103.3	80.4	65.9	14.5	23.0	8.6	14.3	7.6	4.9	1.8	23.3	8.2	15.1	4.5
1995	103.7	80.6	65.7	14.9	23.0	10.2	12.8	6.3	4.6	2.0	22.4	8.7	13.7	4.9
1996	101.8	83.5	65.5	18.0	18.3	6.5	11.8	5.4	4.4	2.0	21.6	8.5	13.1	4.8
1997	101.2	85.0	65.1	19.9	16.2	5.1	11.1	4.4	4.7	2.0	20.2	6.1	14.1	5.4
1998	101.4	86.2	65.9	20.3	15.3	6.0	9.2	4.5	4.2	0.6	18.9	7.9	11.1	4.9
1999	100.0	86.6	64.4	22.2	13.4	3.1	10.4	5.9	4.0	0.4	13.2	6.0	7.2	-0.8
2000	99.3	84.2	63.0	21.2	15.1	5.7	9.5	5.3	3.8	0.3	12.6	6.7	5.8	-0.9
2001	99.2	86.2	65.4	20.8	13.0	3.4	9.7	5.3	3.9	0.4	13.6	5.7	8.0	1.3
2002	100.2	86.1	66.5	19.6	14.1	3.8	10.3	5.8	4.1	0.4	14.5	6.3	8.2	1.7
2003	99.9	83.3	64.7	18.6	16.6	3.6	13.0	6.5	5.4	1.1	16.5	6.5	10.0	1.3
2004	100.4	81.4	63.8	17.5	18.9	7.0	11.9	6.5	4.2	1.2	18.4	6.5	11.8	1.1

Fuente: DANE y cálculos de los autores

52

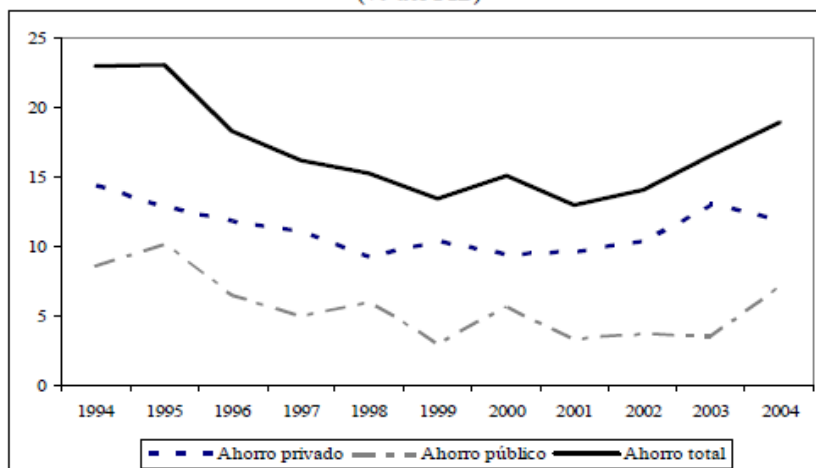
<sup>51</sup> Esta sección fue tomada de “El Ahorro de los Hogares en Colombia” Banco de la República, Subgerencia Estudios Económicos. Bogotá Diciembre de 2006.

**Ingreso Disponible, Ahorro Total, Consumo e Impuestos  
(% del PIB)**



Fuente: DANE y Banco de la República

**Ahorro privado, público y total  
(% del PIB)**

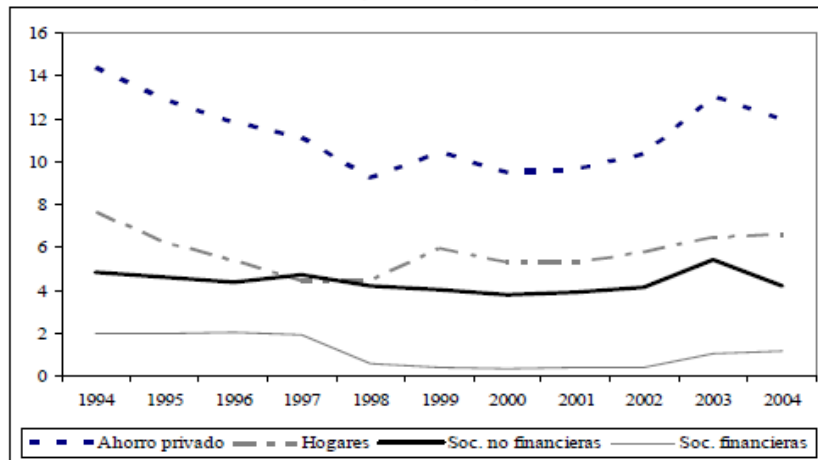


Fuente: DANE

Por otra parte, el ahorro privado sufre una caída de 12,8% del PIB en el 95 a 10,4% del PIB en el 99. Este despunte en el ahorro privado se explica por la reducción del ahorro en los hogares, como del ahorro de las sociedades financieras y no financieras. La caída más fuerte se observa en las sociedades financieras, cuyo ahorro disminuye del 2,0% del PIB en el 95 a 0,4% del PIB en el 99, como resultado de la recesión económica de la década del 90. De la misma forma, el ahorro privado desciende de 6,3% del PIB al 6% durante el mismo periodo. Esta reducción es explicada fundamentalmente por la caída en el ingreso disponible, como consecuencia de la crisis financiera de los años 90 así como al aumento de los impuestos. Los niveles de consumo de los hogares también disminuyeron pasando de representar el 65,7% del PIB en el 95 a 64,4% en el 99.

<sup>52</sup> <http://www.banrep.gov.co/docum/ftp/borra428.pdf>

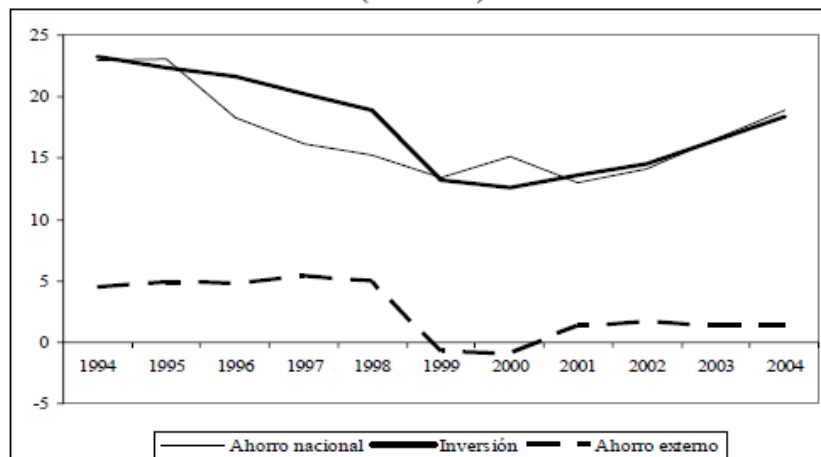
**Ahorro privado total, hogares y sociedades**  
(% del PIB)



Fuente: DANE

Si se tiene en consideración el impacto del ahorro sobre la financiación de la inversión nacional, cabe anotar que durante el periodo de análisis, el ahorro externo, con excepción de los años 99 y 2000, cobro mucha más importancia en dicha financiación. Adicionalmente a esto, cabe mencionar que como consecuencia del mal comportamiento en el ahorro en el mismo periodo, el sector privado incremento considerablemente sus niveles de deuda con acreedores externos y con el sistema financiero doméstico, lo cual se considera como una de las principales causas de la crisis colombiana durante la década de los noventa.

**Financiación de la inversión**  
(% del PIB)



Fuente: DANE

Durante los primeros años del nuevo siglo y después de recibir la recesión de los noventa, se puede observar una ligera recuperación en las principales variables macro, la cual normaliza mucho más a partir del 2003. El siguiente año, para el 2004, el ahorro total representó de nuevo



el 18,9% del PIB, nivel no alcanzado desde el 95. Esta notable recuperación, es el principal fruto de la estabilización vista en el consumo a nivel agregado, el cual para ese año, registra en términos del Producto Interno Bruto, el nivel más bajo también desde el 95. Por sector institucional, la recuperación del ahorro obedece principalmente al incremento del ahorro en el sector privado y en especial a la recuperación de las sociedades financieras en el país. Por último, es necesario mencionar la recuperación alcanzada por la inversión privada, para el 2004 esta representaba el 11,8% del PIB, después de registrar a principios de siglo el 5,8% del PIB. El incremento en la inversión durante los últimos años puede atribuirse, entre otras razones, a la recuperación del sistema financiero y a las bajas tasas de interés reales, las cuales alcanzan niveles mínimos históricos a partir del 2003.

A nivel agregado, vale la pena resaltar que el deterioro en las tasas de ahorro registrado durante la primera mitad de la década de los noventa, continuó y se profundizó durante la segunda mitad de la década. Después de la crisis económica registrada en el país a finales de los noventa, se observa una recuperación del ahorro, la cual obedece principalmente al comportamiento del consumo agregado, el cual para el año 2004, registra, en términos del PIB, el nivel más bajo desde el año 1995. Por sector institucional, la recuperación del ahorro obedece fundamentalmente al aumento del ahorro del sector privado y en particular a la recuperación de las sociedades financieras.

### **III. PLANTEAMIENTO DE ESTRATEGIAS**

## **8. ESTRATEGIAS DE ESTIMULACIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES COLOMBIANO**

La constitución, consolidación y fortalecimiento del mercado de capitales en Colombia conduce a generar riqueza, tal como se ha mencionado repetidas veces en el presente trabajo. El fundamento de la Norma 964 de 2.005 busca un desarrollo ordenado e incluyente del mercado de capitales en el país, estructurando a la vez la industria financiera colombiana encargada de desarrollar este mercado.

Fomentar al mercado de capitales como generador de riqueza mediante la descripción de ciertas estrategias es el principal objetivo de este apartado. Se busca diseñar diferentes estrategias que permitan el conocimiento de la norma antes mencionada, así como otras iniciativas que pretenden el mismo objetivo.

Diferentes iniciativas se han propuesto, buscando desarrollar este importante sector como generador de recursos, pero continuamente estos intentos han terminado por ser infructuosos. El robustecimiento de este sector lo han mencionado un sinnúmero de veces tanto el sector público como el empresarial, demostrando compromiso con el desarrollo de una sola plaza bursátil, diferentes normas reguladoras y últimamente con iniciativas como Colombia Capital. A pesar de estos avances en la materia todos los esfuerzos no logran despertar realmente al mercado de capitales nacional, todavía prematuro. Numerosas críticas han girado en torno a la creación de una verdadera política que recoja los distintos esfuerzos de los sectores público y privado, y de esta forma, logre consolidarse como una visión compartida de los diferentes actores de este mercado.

Esta situación no la ignoran los diferentes actores del mercado de capitales. El pasado 19 de Enero, en presencia ya de la crisis económica, el presidente de la Asociación de Comisionistas de Bolsa mencionaba tal situación. A pesar de los logros obtenidos con el programa Colombia Capital, programa al que se han inscrito 38 empresas desde su creación a finales de 2005 y al que sólo entraron diez emisores en 2008, los resultados obtenidos con el Consejo Superior del Mercado de Capitales han sido simplemente desalentadores. Este organismo, creado el pasado año, recientemente se convirtió en el Consejo Directivo del Programa para la promoción del Mercado de Valores como Alternativa Real de Financiación Empresarial. En este programa se encuentran inscritas empresas como el Grupo Team, Alquileria, Estelar, Marval, Fundación Mundial de la Mujer, BodyTech, Mimo's, Colombina, Colanta, Disan, Homecenter y Mac entre muchos otros. Estas 12 empresas mencionadas son las pertenecientes al primer grupo de

emisores por primera vez, lo cuales, el 28 de agosto de 2006 se vincularon formalmente al grupo pionero del proyecto. Estas empresas, posterior a su vinculación oficial, inician un proceso de capacitación y formación en temas de mercado de capitales. Obviamente, el fin último de éste componente es que las empresas realicen su primera emisión en el mercado de valores, la cual todavía se encuentra en proceso de desarrollo.

Al analizar un estudio realizado por varias revistas especializadas en negocios como Cambio, Dinero, Portafolio y Semana, con respecto a las mayores compañías del país, se obtienen resultados sorprendentes. Ordenadas estas empresas según su nivel patrimonial, la compañía número 1 es ECOPETROL, con un nivel patrimonial aproximado de 27 billones de pesos, superando por casi todo su nivel patrimonial (26,8 billones de pesos) la barrera de 7.000 millones de requisito para la participación en el programa Colombia Capital. Es obvio, que la situación de las empresas colombianas no se asemeja de ninguna forma a la gigante petrolera, pero de las 600 empresas más grandes de Colombia sólo un asombroso 8,5% no alcanza este nivel patrimonial, es decir, de 600 empresas sólo 51 no alcanzan los 7.000 millones de pesos en patrimonio. Estas cifras demuestran la existencia de un gran número de posibles actores en el mercado de capitales colombiano, bien sea como emisores, captando recursos para desarrollar sus planes corporativos, o como inversores generando rentabilidades con sus excedentes de tesorería.

Teniendo en cuenta que en el 2008 se vincularon 8 nuevos emisores al programa Colombia Capital, éste esfuerzo por estimular el mercado de capitales fue una iniciativa de la Bolsa de Valores de Colombia, proyecto financiado por el Banco Interamericano de Desarrollo con unos objetivos específicos, como aumentar las emisiones de tipo empresarial. Este proyecto de ninguna manera representa los distintos esfuerzos hechos en la materia, sólo es una punta del iceberg. Con esto no se quiere de ninguna manera menospreciar el esfuerzo y trabajo realizado con el proyecto, pero se estaría sobrevalorando también el alcance de éste al decir que todo está hecho ya.

La idea del proyecto Colombia Capital representa una luz para el desarrollo de este mercado en Colombia, ya que cada vez más, los distintos sectores y actores de la economía nacional toman consciencia del papel que este mercado tiene para su desarrollo. Al contemplarse el mercado de capitales como opción de financiación para el empresariado Colombiano, se está incluyendo el sector real en este tipo de análisis, lo cual marca una gran diferencia con planteamientos y proyectos pasados. Una segunda ventaja muy similar a la primera es el nivel de inclusión que el proyecto tiene. En éste no sólo se encuentran involucrados los distintos empresarios colombianos, sino también sociedades gremiales y sindicales. La Bolsa de Valores de

Colombia, distintas entidades del sector financiero y del ya mencionado sector real también se encuentran representadas por la ANDI, la Superintendencia de Sociedades, Asobancaria, Asobolsa, Asofondos, etc. Al estar una infinidad de actores representados por sus diversos organismos, se cuenta con una visión global, es decir, el desarrollo del proyecto no estaría vinculado a un grupo de intereses particular, sino por el de la economía nacional, he ahí la verdeada importancia de vincular agentes tan representativos como la ANDI y las diferentes sociedades existentes en el país.

Sería ridículo menospreciar el papel que la crisis financiera global tiene sobre mercados menos desarrollados como el colombiano. Teniendo esto en cuenta, las reformas de tipo financiero que se están llevando a cabo en los epicentros del desastre como Estados Unidos y Europa tendrán gran influencia sobre la economía y el sistema financiero colombiano. En ese sentido, lo que es necesario hacer es detectar qué efectos y de qué formas las distintas reformas de las grandes economías financieras logran afectar las distintas variables de la economía colombiana, para adelantarse a los hechos y desarrollar reformas y políticas locales que permitan aprovechar la coyuntura global.

Un ejemplo de este tipo de comportamiento ha sido el frente que ha hecho el sector industrial colombiano a la actual crisis. Pese al desplome de un 10,7% de la industria registrado en Enero del presente año, se registra un increíble repunte del mismo sector para Mayo 18 del presente. En el mes de Marzo, ésta inició un proceso de recuperación. Desplomes del 10,7% y 12,8% en los meses de Enero y Febrero, la producción del sector industrial en Marzo alcanzó un aumento del 0,4%, según cifras del DANE. De la misma forma, el sector manufacturero ha empezado a mejorar sus ventas que en febrero se contrajeron en un 10,4%, el mes siguiente, registraron un aumento de 4,1%. A pesar de estos resultados positivos, la situación del sector industrial y de la economía en general, aunque muestran mejoras no se libran de los efectos de la crisis, la producción se contrajo 7,5% y las ventas 5,3%. No hay que olvidar que estas dos, la industria y el comercio, tienen una participación en el PIB de aproximadamente un 30%. La crisis está impactando entre otras variables macro al empleo, reduciendo al mismo en Abril un 6, 1%. Como se evidencia con estas cifras, para el primer trimestre del año se sigue evidenciando la recesión en la cual se encuentra sumida el país, finalmente expertos auguran el final de la crisis para finales de este año o mediados del siguiente.

Otra medida a destacar para hacerle frente a la crisis ha sido el desarrollo de una página de Internet por parte de Proexport. La página busca reunir y aumentar la inversión extranjera en el país, uno de los objetivos clave en el Programa para la promoción del Mercado de Valores como Alternativa Real de Financiación Empresarial. La página contiene información sobre la

situación económica del país, los diferentes motivos para realizar determinada inversión dentro del territorio nacional, una descripción de 19 sectores de importancia en la economía, importancia de las zonas francas en el comercio internacional, incentivos de tipo institucional para la inversión, etc. Con la implementación de esta nueva página se ratifican las buenas intenciones de los diferentes organismos en el desarrollo del mercado de capitales, así como la importancia de fortalecer el sector empresarial colombiano como estrategia para desarrollar la economía así como nuevos sectores industriales en el país.<sup>53</sup>

Se está hablando entonces de la actual crisis como opción para potencializar estos tipos mercado en regiones en desarrollo. Generalmente, los sectores socioeconómicos altos miraban con desdén el empresariado colombiano, y subestimaban su tamaño, invirtiendo sus recursos en mercados de capitales mucho más desarrollados como los del Norte o Europa. Con la actual crisis económica global los mercados locales se han convertido en mejores plazas para la inversión, mostrando mejores garantías ya que sus estructuras van de acuerdo a los marcos regulatorios de la Súper Financiera y del Ministerio de Hacienda.

Evidencia de este cambio de percepción de los mercados locales son los diferentes resultados obtenidos por los fondos operados por la banca colombiana. En el primer trimestre del presente año, este tipo de fondos alcanzaron utilidades por 6,7 billones de pesos, mientras en el mismo periodo del año pasado los resultados arrojaron pérdidas por 1,4 billones de pesos, resaltando aún más el presente escenario. Otros fondos que obtuvieron ganancias importantes en el mismo periodo fueron los administrados por las sociedades fiduciarias y pensionales, con 1 y 1,2 billones en utilidades respectivamente.

Los diferentes niveles de utilidad correspondientes a los fondos administrados por la banca (siguiente cuadro) corresponden a las altas rentabilidades de los portafolios de inversión escogidos por los mismos, conformados en su mayoría por Títulos de Tesorería. Este tipo de títulos valor han sufrido una baja en sus tasas de descuento, teniendo esto un efecto positivo en el valor de los portafolios de inversión.

<b>ENTIDAD</b>	<b>MONTO</b>
Fondos mutuos de inversión	22.714
FVP Adm. por Soc. fiduciarias	31.238
Fondos de valores	52.314
Fondo común especial	117.996
Fondos de inversión	129.951
Fondos de pensiones	246.354

<sup>53</sup> La página a la cual se hace referencia es: [www.investincolombia.com.co](http://www.investincolombia.com.co)

voluntarias	
Fondos de cesantías	251.221
Fondo común ordinario	359.588
Otros activos fideicomitidos	1.020.127
Fondos de pasivos pensionales	1.236.547
Fondos de pensiones obligatorias	3.336.403
<b>Total</b>	<b>6.804.453</b>

54

De esta forma, este paquete de propuestas pretende aprovechar esta coyuntura económica para desarrollar el mercado de capitales colombiano, impulsándolo, y con éste, a la economía nacional y el sector real colombiano, generando riqueza a todos los niveles de la economía del país.

---

<sup>54</sup> Fuente datos: Portafolio 12 de Mayo de 2009. Cuadro: propia elaboración

## 9. PROMOCIÓN DE CENTROS PARA EL MERCADO DE CAPITALES

Una de las causas por las que el mercado de capitales nacional se ha visto rezagado con relación a los países desarrollados, varios países asiáticos y sus vecinos latinoamericanos, es la falta de conocimiento que sobre este tiene el público en general y las empresas. Este hecho se ve representado en bajos volúmenes de negociación, poca profundidad del mercado, escasos instrumentos financieros, corto número de emisores y de inversores, entre otros.

En el año 1997, mediante el esfuerzo conjunto de la Bolsa de Valores de Colombia, la Universidad Javeriana, ICESI, la Universidad del Valle, la Universidad de San Buenaventura y la Cámara de Comercio de Cali, se creó el **Centro para el Desarrollo del Mercado de Capitales**. La finalidad de este es “plantear alternativas que permitan desarrollar acciones permanentes, orientadas a identificar y resolver las restricciones que dificultan el fortalecimiento de una cultura en Mercados de Capitales en Colombia, así como desarrollar estrategias de capacitación para difundir la cultura bursátil, difusión de instrumentos de inversión y financiación, promoción de investigaciones en temas referentes al mercado de capitales y servir como canal de comunicación entre los sectores público y privado en las áreas mencionadas.”<sup>55</sup>

A pesar de esto, la creación de este Centro no ha logrado tener un impacto real sobre su público objetivo (empresas y población en general), presentando éstos todavía un gran desconocimiento con respecto al funcionamiento e importancia del mercado de capitales. Debido a esto, es necesario reforzar esta propuesta de antaño mediante diferentes puntos, con el único objetivo de renovar, impulsar y darle fuerza a éste mercado como generador de riqueza, la cual debe ser su fin último.

Para un correcto comenzar del mercado es preciso la construcción de conocimiento alrededor de cinco pilares básicos:

1. Cambiar el criterio de funcionamiento de las compañías alrededor de la generación de riqueza y dejando a tras el de sustento en sí mismo.
2. Crear conciencia colectiva sobre la importancia del mercado de capitales para el desarrollo de la economía a nivel nacional y particular.
3. Dar a entender el funcionamiento del mercado de capitales.
4. Promover el conocimiento de las distintas normas que intervienen en el mercado de capitales nacional.

---

<sup>55</sup> <http://www.mercadoycapitales.com/introduccion.php>



5. Desarrollar procesos de investigación y profundización del mercado de capitales.

***9.1 Cambiar el criterio de funcionamiento de las compañías alrededor de la generación de riqueza y dejando a tras el de sustento en sí mismo.***

En su afán de lucro, las empresas están concebidas para producir un sustento inmediato, olvidándose de desarrollar una diferenciación de su competencia, lo que ha llevado a una sangrienta lucha de mercado, en la cuál no hay cabida para un gran número de vencedores. Al no existir una verdadera diferenciación en lo que se hace, todas terminan atacando el mismo segmento de mercado, y de esta forma acaban por sí mismas con su única fuente de recursos.

La creación y desarrollo de empresa no se debe llevar a cabo con una mentalidad orientada hacia la obtención de un sustento, sino por el contrario con una óptica enfocada a la generación de riqueza en todos los niveles. De esta manera, los recursos y procesos se organizan para desarrollar una misión organizacional que va más allá de unas utilidades, recuérdese que éstas son sólo el producto de una labor empresarial llevada a cabo de forma correcta, de ninguna manera su fin último. Es acá donde el concepto de generación de riqueza es fundamental.

La generación de riqueza va mucho más allá del dinero en sí mismo, tiene en cuenta la satisfacción de necesidades, no importa su tipo, hasta tal punto en donde el individuo, empresa o nación alcanzan su pleno desarrollo. De esta forma, la generación de riqueza es un concepto que implica la creación de nuevas fuentes de empleo, erradicación de pobreza, satisfacción de necesidades básicas y mucho más.

Desde otro punto de vista, la generación de riqueza es siempre incluyente, ya que tiene en cuenta en el desarrollo de las labores empresariales a los distintos stakeholders<sup>56</sup>. Es decir, el desarrollo de la historia empresarial puede entenderse como un proceso cada vez más incluyente: en principio, sólo se tenían en cuenta los intereses de los accionistas, poco a poco los trabajadores fueron tomando importancia, ahora, se incluye a proveedores, medio ambiente y sociedad en general, tratando de involucrar de la mayor y mejor forma a los actores con los cuales interactúa la organización. Con este avance, se da pie para la

---

<sup>56</sup> Todas las partes participantes o posiblemente afectadas por un proyecto o una empresa como son: accionistas, empleados, inversionistas, propietarios de propiedades cercanas, la comunidad en general, comerciantes, gobierno, grupos sociales, sindicatos, gremios, campesinos, quienes sean o que en forma alguna pueden ser afectados ya sea en forma positiva o negativa.

incursión de la responsabilidad social empresarial en el escenario administrativo, y en definitiva, lo que ésta significa es que si las empresas crecen y se desarrollan con base en la sociedad, la sociedad debe también ser parte del objeto social de las empresas, generando éstas una serie de beneficios, de carácter monetario y no monetario, para la sociedad.

Entonces, la labor inicial del Centro para el mercado de capitales, y en general para todos los organismos e instituciones que tienen contacto con empresa alguna, es sustituir la mentalidad utilitarista de las compañías, orientada únicamente en la producción, y en cambio, desarrollar una visión generadora de riqueza alrededor de ésta.

Si las labores corporativas se enfocan en la generación de riqueza colectiva, no sólo la individual, son muchos los que ganan: empleados, socios, proveedores, distribuidores, mercado, sociedad, etc.

Las empresas nacionales deben dejar de ser pequeñas, locales, parroquiales, con productos poco desarrollados y convertirse en organizaciones de clase mundial. Pero para esto aun falta mucho. Precisamente, la falta de capital influye mucho en el desarrollo de la competitividad empresarial colombiana. En este sentido, el objetivo inicial del Centro es estimular a los empresarios a adoptar una nueva actitud, de tal forma que sus empresas crezcan y compitan de una mejor forma, no solamente en el corto plazo, sino en el mediano y largo plazo también. Estar a la vanguardia, bien sea a nivel de productos o procesos, implica niveles de inversión y de capital absolutamente altos, por eso la participación en el mercado de capitales es vital, pues este es una fuente importante de recursos.

La construcción y reestructuración organizacional debe llevarse a cabo basada en conceptos como competitividad, productividad y crecimiento que de alguna forma recogen lo que es la generación de riqueza. De esta forma el sector empresarial logrará constituirse como una sólida estructura para la construcción y generación de riqueza, aportando cada una de sus componentes (las distintas empresas) un valor agregado en lo que hacen y de esta forma diferenciarse efectivamente de los otros actores del mercado.

Todo esto no tiene otro resultado, sino el fortalecimiento y vigorización del sector real colombiano, desarrollando empresas de calidad, rentables y sostenibles en el tiempo.

El éxito de un mercado de capitales y en general de cualquier economía, funciona alrededor de un sector real sólido, con empresas debidamente organizadas en torno una misión organizacional. Este es la primera función del centro para el mercado de capitales, la constitución de empresas sólidas con una visión a futuro, orientadas a la generación de riqueza.

## ***9.2 Crear conciencia colectiva sobre la importancia del mercado de capitales para el desarrollo de la economía a nivel nacional y particular.***

Una vez constituido un sector real sólido alrededor de la generación de valor, es de vital importancia mostrar al público en general y al sector empresarial la importancia del mercado de capitales como elemento indispensable en el desarrollo económico a nivel nacional y empresarial.

El mercado de capitales es para las compañías una de las fuentes más importante para obtener sus recursos. Entre 1997 y 2000, NASDAQ<sup>57</sup> impulsó a 1.649 empresas públicas y en el proceso generó \$316.5 billones de dólares. Actualmente esta es capaz de transar más de 6 billones de acciones diariamente. De esta forma, para una organización, participar en bolsa aumenta notablemente las posibilidades de obtención de un capital adicional para su expansión y crecimiento. Por medio de diferentes instrumentos financieros (swaps, warrants, futures, bonos, equities, real options, etc.) se tiene la posibilidad de vender por porciones la propiedad de la compañía, si es esto lo que se desea.

Una gran ventaja que este tipo de intercambio brinda es la liquidez. Características no menos positivas que se desprenden de esta liquidez y ofrecen a la organización emisora una serie de ventajas son, por ejemplo, un poder de negociación mayor con los diferentes proveedores al establecer las relaciones de intercambio con activos muy líquidos como efectivo, cheques, depósitos bancarios, etc., fruto de la emisión de acciones (o cualquier otra actividad en el mercado de capitales).

Mejores rentabilidades son otro resultado esperado en el mercado de capitales al aprovechar diferentes mercados, organizaciones y contextos para realizar procesos de inversión, pero no se debe olvidar un hecho inherente a la rentabilidad: mayores rentabilidades implican mayores riesgos.

Una característica distintiva de este tipo de mercado es su papel como facilitador de recursos y generador de riqueza (la sola bolsa de New York a Mayo de 2.000 alcanzó un nivel de capitalización del mercado de 16.700 millones de dólares).

---

<sup>57</sup> Mercado electrónico nacido en 1971. Pionero a nivel mundial en cotizar empresas relacionadas con sectores tecnológicos que cuentan con altos índices de crecimiento. Actualmente es el mayor mercado electrónico por volumen de negocio y número de empresas cotizadas.

Los Bancos Comerciales cuentan generalmente con recursos de corto plazo, por otro lado las distintas organizaciones necesitan los recursos por un periodo que va de mediano a largo plazo. Estas características las cumple el mercado de capitales, el cual transforma recursos disponibles de corto plazo en recursos listos para actividades de inversión con un alcance a futuro.

Esto se logra ya que se permite a las organizaciones utilizar recursos de largo plazo para la satisfacción de sus necesidades de capital, logrando así los resultados deseados: mayor crecimiento, modernización de procesos, aplicación de tecnologías de punta, etc., generándose a su vez beneficios macroeconómicos importantes como reducir las tasas de desempleo, generación de nuevas fuentes de trabajo, aumentar la inversión extranjera, promover el desarrollo industrial nacional, organizaciones competitivas, optimización de recursos, etc.

La idea de este punto es acercar mucho más a los diferentes actores que podrían llegar a intervenir en el mercado, que éstos pierdan el miedo y tomen conciencia de la importancia y alcance que éste tiene en el desarrollo de una economía y una empresa. De esta forma, sólo si los empresarios entienden el objetivo y el funcionamiento del mercado de capitales incursionan en él, de otro modo, será imposible el logro de este objetivo.

Este Centro debe hacer fuerte énfasis en esta serie de ventajas existentes en los mercados de capitales desarrollados, indicando ejemplos, experiencias pasadas, datos, etc. demostrando así la importancia de este sector. De la misma forma, es necesario referirse a la crisis económica actual, e indicar que ésta es consecuencia de una serie de decisiones pasadas, de una coyuntura económica a nivel mundial y de un mal manejo en las finanzas tanto a nivel micro como macro, principalmente en los Estados Unidos. De este modo, los inversores y emisores en potencia perderán el miedo de manera progresiva en tanto este tipo de conocimiento se difunde y toma fuerza. El público tendrá un mucho mayor y mejor conocimiento de lo que es el mercado de capitales y cuál es el objetivo de éste, así como por qué se originó la crisis y cuál fue el papel del mercado de capitales en ésta.

### ***9.3 Dar a entender el funcionamiento del mercado de capitales.***

Posterior a la creación de un sector real bien fundado y el desarrollo de un conocimiento acerca de la importancia que el mercado de capitales tiene, es necesario exponer la forma de funcionamiento de éste.

Antes de llegar a una participación y de involucrar a un nuevo público en el mercado, es necesario mostrarles a estos su forma de operación, para que de esta forma, los nuevos integrantes sepan desarrollar las diferentes opciones de inversión y de emisión según sea el caso.

En este punto se expondrá cómo está organizado el mercado de capitales en Colombia, cómo a nivel mundial, qué actores se encuentran involucrados, mediante qué instrumentos pueden desarrollar una emisión o una inversión, cómo invertir en el mercado de capitales, cuáles son los requisitos para realizar una emisión según el instrumento, etc. De esta forma, el marco teórico y la distinta bibliografía usada en el presente trabajo sirve como punto de partida para que los Centros para el Mercado de Capitales desarrollen este punto de la propuesta.

#### ***9.4 Promover el conocimiento de las distintas normas que intervienen en el mercado de capitales nacional.***

Es preciso hacer referencia a las distintas normas existentes en cuanto a mercado de capitales se refiere. Una de las falencias de éste mercado a nivel nacional, no sólo es que la insuficiencia en cuanto a instrumentos financieros se refiere, ni que sea nula o muy difícil la participación en éste, sino que las diferentes propuestas elaboradas al respecto no se han puesto a conocimiento del público, lo cual lleva a una ignorancia y miedo con respecto al mercado de capitales.

Se hará referencia a las diferentes normas, cuál ha sido el avance que éstas traen consigo, y cuáles son sus propuestas. Los artículos de la Constitución 333, 335, la ley 45 de 1990, la ley 35 de 1993, la resolución 400 del 95, la norma 964 de 2005, etc.

Las distintas normas empoderan a los actores participantes, en la medida en que éstos logran dilucidar las oportunidades que presentan las distintas normas en cuanto a participación se trata, cómo se encuentra regido el mercado de capitales en el país bajo un marco jurídico y legal, cómo se deben hacer las emisiones y adquisiciones, qué documentos usar, a qué estamentos acudir, cómo desarrollar un registro para el RNVE (registro nacional para valores y emisores), etc.

### ***9.5 Desarrollar procesos de investigación y profundización del mercado de capitales.***

Por último, para sostener un proceso de avance progresivo en la materia y no una simple mejora, es importante desarrollar procesos de investigación alrededor del mercado. Un conocimiento básico no es de ninguna forma suficiente si lo que se quiere es estimular y desarrollar verdaderamente el mercado de capitales.

Debido a eso, este quinto punto es de vital importancia, ya que a pesar del alto impacto que los puntos anteriores tienen sobre el mercado de capitales, sin duda alguna no son suficientes para alcanzar un estado de arte en él. Para un verdadero desarrollo del mercado de capitales en el país, es fundamental la generación de conocimiento a su alrededor, entonces los Centros para el mercado de capitales deben estar orientados no sólo a dar a conocer la importancia, alcance y modus operandi del mercado, sino también a impartir y desarrollar nuevos conocimientos en éste.

Aunque los cuatro puntos anteriores promueven el conocimiento del mercado de capitales no lo hacen con el conocimiento en este mercado, es decir, éstos impulsan una serie de conocimientos básicos para interactuar y conocer el mercado, pero no un conocimiento mucho más técnico y especializado del mismo. Como ya se ha dicho, para estimular el mercado es necesario promover este tipo de conocimiento desarrollando una comprensión mucho más profunda de este.

Este punto consiste entonces en la generación de programas de investigación, así como de tipo especializado en el mercado de capitales. La investigación hace referencia al desarrollo de nuevos conocimientos y teorías acerca de cómo funciona este mercado en el país. El desarrollo de estadísticas y comportamientos que ayuden a los diferentes actores a predecir de una mejor forma el comportamiento del mismo, así como la determinación de mejores portafolios de inversión dependiendo determinadas características hacen parte de su campo de estudio. Temas directamente relacionados en este punto son: evaluación de riesgo en actividades de inversión, desarrollo de portafolios de inversión, evaluación de instrumentos financieros, etc.

Por su parte, los programas de tipo especializado hacen referencia a aquellos que promueven no el avance en la materia, sino a un conocimiento profundo y especializado en la misma para mejorar la toma de decisiones en la materia, es decir, mientras investigación hace referencia a nuevos conocimientos, nuevos estudios, etc., los programas especializados

hacen referencia a conocimientos ya desarrollados, estudios previamente llevados a cabo, etc., con el objetivo de darle un sustento teórico a la toma de decisiones en el campo.

El desarrollo de programas, tanto de investigación como de profundización, será coordinado por estos Centros y demás entidades interesadas en el tema como son Universidades, Cámaras de Comercio, diferentes asociaciones especializadas, gremios, etc. Los Centros para el Mercado de Capitales serán las entidades líderes en el desarrollo del mercado de capitales, y como tales, todos los procesos de enseñanza e investigación deberán estar regidos y coordinados por éste. Esta característica unificadora permite darle al proceso de desarrollo del mercado un avance conjunto y organizado, acelerando y facilitando de esta forma la puesta en marcha del plan de trabajo.

## 10. DESARROLLAR PROGRAMAS ESPECIALIZADOS EN EL MERCADO DE CAPITALES

Actualmente sólo existen en el país cerca de ocho programas al respecto de los cuales todos estos son especializaciones, cinco de estos programas están realmente enfocados en el mercado de capitales, estudiando a través de los distintos módulos del programa diferentes aspectos de éste, dependiendo el programa, las otras tres especializaciones lo incluyen en alguno de sus módulos.

UNIVERSIDAD	PROGRAMA
Universidad del Rosario	Especialización en el Mercado de Capitales
Universidad de la Sabana	Especialización en Finanzas y Mercado de Capitales
Universidad EAN	Gestión de Portafolios de inversión y Valoración de empresas
Politécnico Grancolombiano	Especialización en Gerencia de Finanzas
Universidad de Medellín	Especialización en Finanzas y Mercado de Capitales
Fundación Universitaria Luis Amigó	Especialización en Finanzas
Universidad Sergio Arboleda	Especialización en Finanzas y Comercio Exterior
Pontificia Universidad Javeriana	Especialización en Derecho del Mercado de Capitales

Es necesario involucrar a las Universidades e Instituciones de Educación Superior en el mercado de capitales, brindándoles un apoyo en el diseño de programas orientados a éste. La oferta no sólo debe estar concentrada a nivel postgrado, sino que debe incluir todos los niveles de la educación superior: pregrado, cursos libres, etc.

Con respecto a la generación de programas de maestría y doctorado, un punto de partida para el desarrollo de este tipo de cursos son los programas ya establecidos en las Universidades más prestigiosas del mundo en este tema. Un ejemplo de esto pueden ser Universidades como el ICMA Centre de Inglaterra, EDHEC Business School en Francia, Suiza e Inglaterra, DCU Business School en Irlanda, University of Strathclyde en Inglaterra, etc.



La propuesta no sólo está dirigida a la creación de programas de postgrado. El pregrado debe estar plenamente involucrado también, no sólo con programas 100% orientados a éste, sino con materias que profundicen y generen una noción mucho más amplia a la que actualmente están dando este tipo de programas. Se está haciendo alusión a programas como Economía, Administración de Empresas, Relaciones Internacionales, Comercio Exterior, Finanzas, etc., es decir, los diferentes programas que hacen parte de la rama de las ciencias económicas y administrativas deben contener en sus módulos alguna materia que hable del tema, dada la importancia que este mercado tiene en el desarrollo de las economías mundiales. Actualmente, se trata el tema de una manera superficial, incluyéndolo sólo como módulo en algunas materias del plan de estudios<sup>58</sup>, es necesario cambiar este proceder, e incluir y darle espacio al mercado de capitales como materia misma en los programas de pregrado.

Dada la complejidad de esta industria, el desarrollo de programas especializados por parte de las Universidades, a pesar de ser un avance importante, es todavía una medida insuficiente si se quiere estimular de verdad el mercado de capitales en el país. Esta segunda propuesta no sólo contempla a Universidades, sino también a las diferentes Cámaras de Comercio, Asociaciones especializadas y gremiales (ANIF, ACOPI, AsoBancaria, etc.), entre otros organismos.

Las Cámaras de Comercio deben no sólo deberían llevar el registro mercantil de las organizaciones ubicadas en su zona de influencia, sino también promover el desarrollo de las mismas. Al respecto, las distintas Cámaras han avanzado, pero de igual modo no lo suficiente. Estas han diseñado una variedad de programas que promueven y facilitan las actividades de emprendimiento. De la misma forma, deben generarse programas que faciliten y guíen el acceso al mercado de capitales de las distintas empresas interesadas en esto. Para que toda empresa, sin importar su tipo o tamaño pueda tener un acceso efectivo al mercado de capitales, se han generado distintos puntos en la presente propuesta, por el momento es necesario concentrarse en la importancia de involucrar estas entidades sin ánimo de lucro y de naturaleza corporativa, gremial y privada en el desarrollo de este tipo de mercado.

Las Cámaras de Comercio se han distinguido en el país por su pragmatismo, altos niveles de investigación y asesoría de alto nivel en los temas que le competen. Este tipo de características son las que es necesario explotar: es importante ser pragmáticos al desarrollar propuestas y procedimientos, lo importante acá es desarrollar el mercado de capitales, democratizarlo, y hacer esto alrededor de un concepto generador de riqueza, esta metodología es la que debe ser

---

<sup>58</sup> “Mercado de Capitales” es una materia electiva en la Universidad Javeriana de Bogotá ofrecida por la Carrera de Administración.

impulsada por las distintas Cámaras de Comercio en coordinación con los Centros para el Mercado de Capitales.

Uno de los puntos fuertes a incentivar es la asesoría y guía en las temáticas del mercado de capitales. Es importante no sólo generar nuevas propuestas o generar instrumentos y normas que permitan un proceso de democratización del mercado, lo importante aquí es llevar todo esto a cabo. Las Cámaras de Comercio han desarrollado desde su creación procesos íntimamente integrados con los distintos empresarios, finalmente son ellos su razón de ser. En vista de esto, es importante aprovechar este tipo de experiencias haciendo uso de los contactos, registros e infraestructura ya constituida para llevar a cabo todos los procesos necesarios en cuanto a asistencia, guía y desarrollo de los cuales puede hacer uso el mercado de capitales.

Estas estrategias tienen varias ventajas a destacar: la primera es que se está estimulando el mercado de capitales nacional al incentivar un conocimiento profundo y especializado del tema. Una segunda ventaja, es que se le está imprimiendo un nuevo dinamismo, al involucrar cada vez más un mayor número de estudiantes en el tema. A medida que se desarrolla una mayor oferta en cursos y temas al respecto, de la misma forma se espera captar un mayor número de estudiantes, ampliando el número de actores especializados en el mercado. Por último, una tercera gran ventaja es que se están generando expertos en la materia, capaces de dar un apoyo efectivo y acertado al público y empresas en general, que se esperan incluir con otros puntos de este trabajo. Esta generación progresiva de expertos va de la mano con una mejora en la confianza en las actividades de inversión, uno de los puntos críticos en la materia que se vería notablemente mejorado.

## **11. HACER USO DE LA ASESORÍA PRESTADA POR EL SEC**

El SEC (Securities and Exchange Commission) es uno de los organismos más importantes en cuanto a mercado de capitales se refiere, siendo el organismo más importante en la supervisión y vigilancia del mercado de capitales en Estados Unidos. El SEC como comisión gubernamental, tiene como objetivo principal proteger a los inversores, mantener la justicia, el orden y el funcionamiento eficiente de los mercados, así como facilitar su formación.

Una de las funciones que este organismo tiene es la prestación de asesorías a gobiernos y entidades internacionales. Distintas empresas comisionistas a nivel internacional, así como Bolsas pertenecientes a distintos países alrededor del mundo, están solicitando cada vez más los conocimientos y la experiencia personal del SEC como entidad élite en cuanto a reglamentación y supervisión del mercado de capitales. Los temas más solicitados son con relación al tráfico de información privilegiada, manipulaciones al mercado, desarrollos de gobierno corporativo, inspecciones y cumplimientos de las normas.

Diferentes países con mercados bursátiles rezagados como Vietnam, Kuwait, Iraq hicieron uso en el 2006 de la asistencia del SEC en la redacción de nuevas leyes de valores. En los últimos meses, personal del SEC ha conducido o de alguna forma participado en diferentes iniciativas regionales o bilaterales de los programas de formación en China, India, Malasia, Filipinas, Tailandia, Vietnam, Ecuador, Perú, Trinidad y Tobago, Bahrein y Arabia Saudita.

Colombia de la misma forma debe hacer uso de los programas de asistencia del SEC, realizando una gestión mediante el Ministerio de Hacienda como máxima entidad del gobierno en la materia, la Bolsa de Valores de Colombia como plaza bursátil, y en un futuro, los Centros para el Mercado de Capitales como articuladores del desarrollo de este mercado entre las diferentes instituciones. Este contacto es factible de hacerse de forma directa con la entidad o por medio de la embajada de los Estados Unidos. Este tipo de programas internacionales, como punto de partida para el desarrollo y estimulación del mercado de capitales colombiano constituyen una gran posibilidad, ya que hacen uso de la inmensa experiencia que esta entidad ha construido en sus años de funcionamiento.

El SEC como organismo destinado a la protección de los inversionistas, por medio de su Oficina de Asuntos Internacionales lleva esta labor a cabo, protegiendo los inversores internacionales, mejorando de forma continua las operaciones de los diferentes actores que participan en este mercado, estableciendo normas y regulaciones a nivel internacional, incentivando la cooperación entre las partes y sirviendo como tutor en la adopción de las

normas. De la misma forma, brinda asistencia técnica para el fortalecimiento y consolidación de una infraestructura sólida en los diferentes mercados del mundo.

Los materiales y capacitaciones se encuentran orientados en distintas formas: Ejecución de asistencia, Finanzas corporativas, Inspección y cumplimiento de las normas, Contabilidad y auditoría, Gestión de Inversiones y Reglamentación del mercado de capitales principalmente. Haciendo uso de la asesoría del SEC, estos temas orientarían al sector real colombiano y a la BVC hacia unos procesos y regulaciones de tipo internacional, guiados estos por el organismo estrella del mercado.

La Oficina de Auditoría Interna, como uno de los departamentos del SEC, trabaja con redes mundiales en la regulación de títulos valor, facilitando las diferentes transacciones que toman parte en el mercado y, de esta forma, asegurando el cumplimiento de las distintas regulaciones. Esta Oficina proporciona un asesoramiento y asistencia a nivel internacional en materia de reglamentación y aplicación de las mismas, facilitando el acceso a abogados expertos en la materia, incluso desde su sitio web.

Por medio de esta, la aplicabilidad de las normas existentes se vería mejorada, contribuyendo y facilitando con las tareas descritas para el Centro del Mercado de Capitales.

La solicitud a la OAI puede diligenciarse por medio del sitio web del SEC, de la misma forma, se puede hacer solicitud de materiales técnicos, asistencia técnica directa o ver los distintos programas de asistencia y capacitación que se han llevado a cabo y se realizarán a lo largo del tiempo.

## 12. DESARROLLO DE NUEVOS DERIVADOS

El mercado de capitales colombiano tiene unas características de liquidez y profundidad insuficientes, a pesar de esto, es innegable el desarrollo que han tenido el país los instrumentos derivados y el impacto que éstos han tenido en el mercado nacional. El papel que estos han desarrollado como administradores y mitigadores del riesgo evidencian su papel preponderante en las plazas bursátiles.

Un ejemplo de esta evolución son los contratos tipo forward, estos han ayudado a involucrar progresivamente el sector real del país en el mercado de capitales. La compra de divisas por medio de esta figura, se ha venido desarrollando aceleradamente como una actividad de inversión constante en los negocios colombianos, a pesar de este avance, todavía falta mucho en este campo, así como en la generación de un conocimiento generalizado de este tipo de actividades. El crecimiento de estos instrumentos derivados ha sido tal, que en el periodo 2003-2006 los forward de divisas se triplicaron en el país.

El grado de aceptación que estos instrumentos han tenido en el país, junto con la promoción de un marco normativo ajustado a estos derivados, auguran un futuro prometedor para este tipo de operación.

Como ya se vio en capítulos anteriores los instrumentos derivados más populares son los swaps, forwards, future options y real options.

- Los real options son operaciones en las cuales se adquiere el derecho, más no la obligación, de comprar o vender en un futuro el activo subyacente a un precio previamente determinado.
- Los swaps son operaciones en las cuales dos partes acuerdan el intercambio de una serie de flujos de dinero en una fecha previamente pactada.
- Los forwards son operaciones en donde dos partes acuerdan la compra o venta de un activo en una fecha pactada a un precio pactado.
- Los future options son operaciones en las cuales se acuerda la compra o venta de un activo subyacente en una fecha previamente pactada a un precio pactado.

En términos generales los future options no son otra cosa que una operación forward estandarizada y negociable en los mercados organizados, es decir, un future option es mucho más detallado e incluye en el contrato términos como cantidad, fecha de entrega, método de entrega, etc.

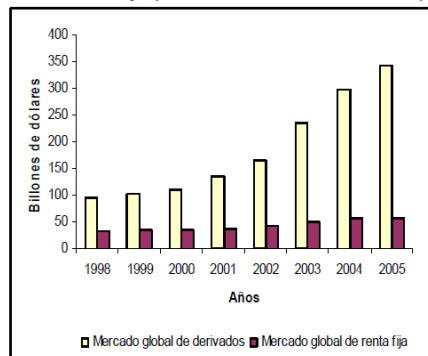
CARACTERÍSTICAS	FORWARDS	FUTUROS
Tipo de contrato	Contrato privado entre dos partes	Negociados sobre cambios
	No estandarizado	Contratos estandarizados
Tiempo	Usualmente no especifica una fecha de entrega	Categorías de posibles fechas de entrega
Ajuste	Inicio y fin de contrato	Ajustados al mercado diariamente
Forma de entrega	Entrega de activo físico o a la liquidación final en metálico	Se liquidan antes de entrega
Tamaño	Puede tener cualquier tamaño que deseen las dos partes del mismo	El tamaño esta definido de antemano
Especificaciones sobre el subyacente	No especifica el subyacente	Se limitan las variaciones permisibles en la calidad del subyacente entregable contra posiciones en futuros
Garantía	No especifica ningún tipo de depósito de garantía	Siempre se cuenta con cámara de compensación que respalda el mercado y que necesita depósitos de garantía
Forma de compensación	No se compensan diariamente	Todas las posiciones en futuros abiertas en el mercado se valoran cada día
Tipo de mercados	No se negocian en mercados organizados	Siempre se negocian en mercados organizados
Liquidez	Usualmente no generan liquidez	Siempre generan liquidez
Válvula de escape	No es transferible	Si es transferible
Confiabilidad	Dudoso	Es muy confiable
Acceso a información	Son contratos secretos	Compra - Venta "a viva voz"
Facilidad de negociación	Se negocia todo	Sólo se negocia el precio

59

Según datos del BIS (Bank for International Settlements), el mercado mundial de derivados, que incluye el mercado Over The Counter y el mercado organizado, ha sufrido una notable expansión en los últimos años. El monto de negociaciones de este tipo de contratos alcanzó un crecimiento de 263,4% entre los años 1998-2005, en billones de dólares, los montos de negociación se vieron aumentados de aproximadamente 90 a 340 respectivamente. Esas cifras equivalen a cuatro veces el total global negociado en los mercados de renta fija del mismo periodo.

<sup>59</sup> <http://www.gestiopolis.com/canales2/finanzas/1/forwyfut.htm>

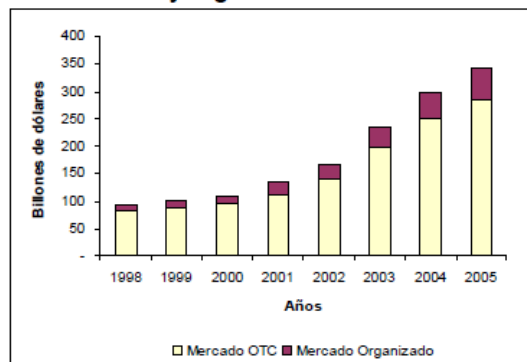
**Mercado global de derivados vs. Mercado global de renta fija (cifras en billones de dólares)**



Fuente: *Bank for International Settlements (BIS)*. <sup>60</sup>

Según la misma fuente, las operaciones OTC alcanzan a representar en promedio cerca del 84% del total global de instrumentos derivados entre los años 1998-2005. Esto sucede debido a que los diferentes actores hacen uso de este tipo de mercado (OTC) para el desarrollo de derivados ajustados a sus necesidades, los cuales no se encuentran en mercados estandarizados (mercados organizados) dadas sus características.

**Composición del total global de derivados: mercado OTC y organizado**



Fuente: *Bank for International Settlements (BIS)*. <sup>61</sup>

En el mercado global de derivados los contratos sobre las tasas de interés son los de mayor participación con un 75,6%, seguido por los contratos sobre divisas con un 24,8%, otro tipo de contratos con 14,3%, contratos sobre acciones con un 2%, y por último contratos sobre materias primas con apenas un 0,6%. Este mercado en el 2005 alcanzó un nivel de negociación cercano a los 72,66 billones de dólares, alcanzando un crecimiento de 292% entre el 98 y el 2005.

El tipo de contrato más popular sobre las tasas de interés es el swap, después las real options y por último los forwards. Cabe destacar que todos los contratos de derivados han visto un

<sup>60</sup> [http://www.asobancaria.com/upload/docs/docPub3208\\_2.pdf](http://www.asobancaria.com/upload/docs/docPub3208_2.pdf)

<sup>61</sup> Ibid.

importante crecimiento con tasas de 488,8% para los swaps, 254,8% para los real options y 181,2% para los forwards. En total, los contratos tranzados sobre mercados tipo OTC presentaron una tasa de crecimiento de 408% en el mismo periodo.

### Participación por tipo de instrumento en el total global OTC de contratos sobre tasas de interés

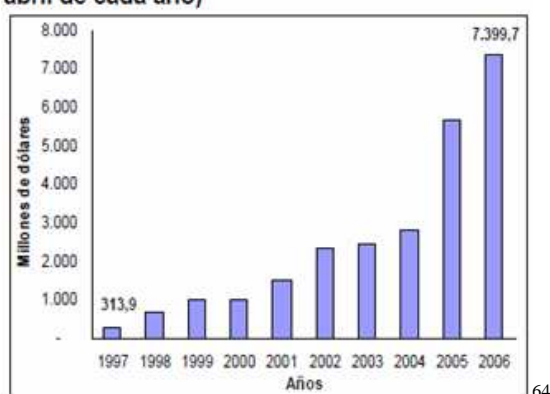
Instrumento	Biliones de dólares		Participación en el total		Tasa de Crec.
	Dic-98	Dic-05	Dic-98	Dic-05	Dic-05/Dic-98
Swaps	29,36	172,87	69,3%	80,3%	488,8%
Opciones	7,86	27,89	18,6%	13,0%	254,8%
Forwards	5,15	14,48	12,2%	6,7%	181,2%
<b>Total de Contratos</b>	<b>42,37</b>	<b>215,24</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>408,0%</b>

62

A diferencia de las cuentas y volúmenes presentes en los mercados mundiales de derivados, las cifras colombianas distan mucho de estos datos. En términos relativos, el mercado de derivados representa apenas el 10% del PIB nacional a finales de 2008<sup>63</sup>. Sin embargo, este tipo de operaciones cobran cada vez mayor fuerza en el mercado de capitales local como elemento administrador de riesgo financiero. Contrario al comportamiento mundial, los contratos sobre tasas de interés son todavía demasiado escasos, este comportamiento obedece principalmente a la ausencia de índices de referencia de corto plazo y a la escasa liquidez que tiene este mercado, según estudios realizados por el Banco de la República.

Las operaciones más representativas en cuanto a derivados se refiere son los contratos tipo forward. En el primer mes de 2006 llegaban a representar el 99,7% del total de derivados negociados. Esta participación es coherente con las tasas de crecimiento que tienen estas operaciones:

**Evolución de los contratos *forward* sobre tasa de cambio en Colombia (montos transados a abril de cada año)**



64

<sup>62</sup> Ibid.

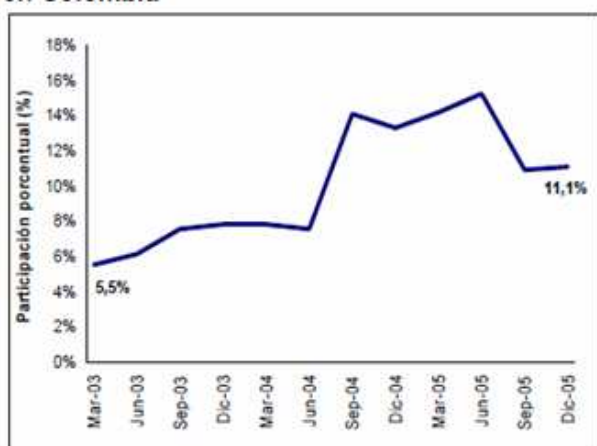
<sup>63</sup> [http://www.asobancaria.com/upload/docs/docPub4595\\_2.pdf](http://www.asobancaria.com/upload/docs/docPub4595_2.pdf)

<sup>64</sup> [http://www.asobancaria.com/upload/docs/docPub3208\\_2.pdf](http://www.asobancaria.com/upload/docs/docPub3208_2.pdf)



A pesar del notable crecimiento que este mercado ha tenido sobre la economía colombiana es innegable la falta de profundidad del mismo así como su corta liquidez. De la misma forma, la participación de este mercado en el mercado de renta fija a Diciembre de 2005 sólo representaba el 11,1% de las operaciones, demostrando la tierna situación de este mercado. Una comparación del mercado local con los mercados internacionales más desarrollados, evidencia la fase inicial en la que se encuentra el mercado de capitales del país.

**Participación porcentual del mercado de derivados cambiarios en el mercado de renta fija en Colombia**



65

Es claro que el mercado de derivados nacional sigue teniendo un perfil insignificante en comparación con el escenario mundial. A finales del 2005 el monto de negociación en el mercado de instrumentos derivados representaba el 0,02% del total mundial en ese mercado.

Actualmente, gracias a los desarrollos hechos en normatividad de derivados por el Banco de la República y la Superintendencia Financiera, se cuenta con medidas definidas para la valoración de este tipo de contratos a precios de mercado, con parámetros contables adecuados para llevar un control de las mismas.

Estos avances han permitido una evolución favorable de este mercado, según cifras publicadas en los Informes Mensuales de Operaciones de Derivados del Banco de la República, “el monto pactado en el mercado forward aumentó en 32% al pasar de US\$12,911 millones en el mes de Febrero de 2009 a US\$17,087 millones en el mes de Marzo del mismo año. Por su parte, el número de operaciones aumentó de 5.014 a 7.191, el monto promedio diario aumentó de

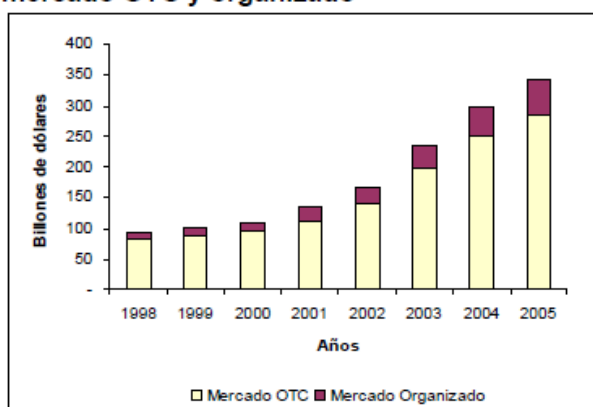
<sup>65</sup> Ibid.

US\$646 millones a US\$854, y el número de operaciones promedio aumentó de 251 a 360 operaciones por día.”<sup>66</sup>

Para darle un impulso al mercado de derivados en el país es necesario subsanar los puntos más frágiles al respecto, profundidad y liquidez. Para lograr este punto es importante estimular el mercado OTC, así como desarrollar un mayor número de instrumentos derivados que se ajusten a las necesidades de sus clientes, tal como ocurre en los mercados desarrollados.

Según el BIS, las operaciones OTC alcanzan a representar en promedio cerca del 84% del total global de instrumentos derivados entre los años 1998-2005. Esto sucede debido a que los diferentes actores hacen uso de este tipo de mercado (OTC) para el desarrollo de derivados ajustados a sus necesidades, los cuales no se encuentran en mercados estandarizados (mercados organizados) dadas sus características.

**Composición del total global de derivados:  
mercado OTC y organizado**



Fuente: *Bank for International Settlements (BIS)*.

67

El proceso de desarrollo que ha sufrido este mercado a nivel internacional permite extraer una serie de estrategias para estimular el mercado OTC y el mercado de derivados en Colombia.

Actualmente, el Banco de la República mediante la resolución externa No. 8 de 2000 impide a los intermediarios del mercado la emisión de derivados sobre commodities. Aunque a nivel global este sólo tiene una participación del 1,5% sobre el total de derivados que operan sobre el OTC, este porcentaje equivale a nueve trillones de dólares a Diciembre de 2007.

<sup>66</sup> <http://www.banrep.gov.co/opmonet/forwards/forwmar09.pdf>

<sup>67</sup> [http://www.asobancaria.com/upload/docs/docPub3208\\_2.pdf](http://www.asobancaria.com/upload/docs/docPub3208_2.pdf)

### Derivados OTC (diciembre de 2007)

Activo Subyacente	Volumen negociado *	Participación (%)
Divisas	56,2	9,4%
Tasas de interés	393,1	66,0%
Acciones	8,5	1,4%
Commodities	9,0	1,5%
Credit default swaps	57,9	9,7%
Otros	71,2	12,0%
<b>Total OTC</b>	<b>596,0</b>	<b>100,0%</b>

\* Cifras en trillones de dólares.

68

Hay que resaltar el papel que tienen los derivados sobre los commodities: estos ofrecen una cobertura ante la volatilidad de los precios de los bienes básicos, por lo cual es importante su uso, en especial en estos momentos de crisis e incertidumbre con respecto al comportamiento al precio de los mismos. Debido a esto, es importante la liberalización de este tipo de restricciones que tendrían un gran impacto sobre el mercado de capitales del país. Por un lado, se están ampliando el número de activos subyacentes sobre los cuales pueden operar los derivados, profundizando un poco más este mercado. De la misma forma, esta nueva opción de inversión lograría atraer diferentes inversores, viéndose atraídos por las posibilidades que esta opción tiene en la coyuntura económica actual.

La liberalización del mercado de capitales no sólo se debe llevar a cabo en el frente de los commodities, es necesario expandirla también a los derivados de crédito. Este tipo de derivados son contratos bilaterales que permiten a un acreedor cubrirse del riesgo crediticio<sup>69</sup> de sus activos, transfiriendo éste a la contraparte a cambio de una prima de riesgo. La contraparte cuenta con una mejor calificación de riesgo y reputación crediticia que le permiten asumir de una mejor manera este riesgo. En este tipo de operación el activo subyacente son obligaciones de pago de emisores públicos o privados.

Este tipo de operación ha estado prohibida en el país por disposición del Banco de la República, pero motivado por la actual coyuntura económica, el emisor flexibilizó un poco esta medida, autorizando su celebración de forma temporal y restringida. La celebración de este tipo de contratos (CDS o credit default swaps) sólo está permitida a entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera para que cubran sus exposiciones vigentes en moneda extranjera.

Por medio de esta figura, entidades como AFP's podrían cubrirse ante potenciales incumplimientos de contrapartes internacionales. Esta posibilidad de cobertura ante un riesgo

<sup>68</sup> [http://www.asobancaria.com/upload/docs/docPub4595\\_2.pdf](http://www.asobancaria.com/upload/docs/docPub4595_2.pdf)

<sup>69</sup> Mide la posible pérdida que asume una Entidad de Crédito como consecuencia del incumplimiento de las obligaciones contractuales que incumben a las contrapartes con las que se relaciona.

crediticio, atraería a este tipo de entidades, aumentando de nuevo la democratización del sistema, así como la profundidad al introducir de manera permanente este nuevo tipo de contrato. Para esto, es necesario darle carácter permanente a esta nueva operación en el país, pero antes cobijándola bajo las debidas disposiciones y condiciones de supervisión, autorización, y en general, control por parte de la Superintendencia Financiera.

Es de vital importancia un marco regulador pleno y sin irregularidades con respecto a la valuación y registro de instrumentos derivados. Esta reglamentación determinará los puntos esenciales que debe contener un contrato base que opere como guía en las relaciones del mercado OTC, es decir, operará como plantilla en las negociaciones entre las partes involucradas de este mercado. De la misma forma, dictaminará las pautas para la resolución de diferentes inconvenientes en caso de incumplimiento de las obligaciones.

Es necesario hacer o implementar algo similar a lo hecho por el ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*)<sup>70</sup> en cuanto a reglamentación se trata, el ajuste de los procesos, estatutos y normas a los estándares internacionalmente es clave en este aspecto. De esta forma, el desarrollo de un lenguaje común con los mercados de derivados del mundo, alinea las prácticas locales a las internacionales, acercando el mercado de capitales nacional a este punto, facilitando los procesos de seguimiento y asesorías desarrollados por instituciones como el SEC.

La introducción de disposiciones tipo “*close-out netting*” en la normatividad y el contrato base hace parte del cambio propuesto. Esta disposición consiste en que las partes acuerdan que, si se presenta un evento de insolvencia, quiebra o bancarrota, las operaciones se terminan anticipadamente, siendo estas valoradas y saldadas. Esta condición es indispensable para reducir notablemente el impacto sistémico de eventos de insolvencia, al permitir compensar anticipadamente las operaciones entre contrapartes que se encuentren en estas circunstancias. Un caso reconocido que evidencia la utilidad de este tipo de cláusulas se dio en Septiembre del año pasado, cuando Lehman Brothers se declaró en bancarrota, en ese entonces el ISDA diseño ciertas sesiones que buscaban mitigar el riesgo por su posible incumplimiento en derivados.

Adicionalmente, es necesario implementar mecanismos idóneos para las transferencias de información de los instrumentos derivados. Este hecho favorece de manera inmediata los procesos de supervisión y control del mercado de capitales, facilitando llevarlos a cabo.

En otros términos esto es lo que busca la Circular Externa 025 de 2008 de la Superintendencia Financiera, la cual contempla el diseño de un sistema de registro propio para los derivados que

---

<sup>70</sup> El objetivo principal del ISDA es establecer un marco de referencia mediante contratos estándar. La importancia de la organización en la negociación de este tipo de productos proviene de la bilateralidad de los contratos OTC, es decir, que no se negocian en un mercado organizado con reglas específicas.

operan bajo la modalidad OTC. Este nuevo sistema deberá garantizar absoluta claridad y transparencia en la divulgación de información, previniendo desastres y desfalcos financieros similares a los ocurridos hace poco en USA e Inglaterra.

La implementación de mecanismos que permitan la reducción en los niveles de exposición al riesgo crediticio, hacen parte del paquete de propuestas que conforman este punto. Para hacer efectiva esta disminución la exigencia de garantías, desarrollo de plataformas de negociación electrónicas OTC, así como incrementar el uso de las cámaras de riesgo central<sup>71</sup>, son medidas cruciales en este aspecto.

Como última recomendación en cuanto a promover el mercado de derivados en Colombia, es necesario el reconocimiento de oportunidades de negocio. Para esto, es imprescindible la identificación de los diferentes segmentos que pueden hacer parte de este mercado, es decir, es importante detectar qué segmentos ofrecen una oportunidad de comercialización de coberturas de riesgo financiero.

En ese sentido, el sector todo empresarial incluyendo a las pequeñas y medianas empresas del país (PYMES) determina un segmento objetivo del mercado de instrumentos derivados. Un ejemplo de esto son las empresas que atienden créditos ligados a la DTF<sup>72</sup> o al IBR<sup>73</sup>, éstas tienen la necesidad de cubrirse de las fluctuaciones de las tasas de interés, ya que se ven afectadas ante tal volatilidad al ver disminuidos sus márgenes operacionales. Otro sector objetivo es el exportador-importador. Estas empresas al tener una actividad íntimamente ligada a las tasas de cambio necesitan una cobertura ante riesgo de las fluctuaciones en índices como la TRM.

Como se ve con estos ejemplos, las oportunidades de negocios en el espectro de derivados es inmensa, por eso es importante el diseño de productos ajustados a las necesidades de éstos, la flexibilización de ciertas normatividades, para que de esta forma se aproveche todo el potencial que el mercado colombiano ofrece.

Con referencia a esto, es necesario posicionar al IBR como tasa de interés de referencia para el mercado, y de esta forma sacar el máximo de provecho, diseñando con esto nuevos derivados

---

<sup>71</sup> El objetivo de ésta es compensar y actuar como contraparte de las operaciones en el mercado de derivados financieros. Esto, para reducir, de manera significativa, el riesgo de contraparte de las obligaciones de dichas operaciones. Una cámara de riesgo central se interpone entre las partes de un contrato financiero, (comprador y vendedor) negociado en uno o más mercados, convirtiéndose así en el comprador de todo vendedor y en el vendedor de todo comprador.

<sup>72</sup> La DTF, es una tasa de interés calculada como un promedio ponderado semanal por monto, de las tasas promedios de captación diarias de los CDTs a 90 días, pagadas por los bancos, corporaciones financieras, de ahorro y vivienda y compañías de financiamiento comercial.

<sup>73</sup> El IBR es una tasa de interés indicativa de la liquidez del mercado monetario colombiano, la cual ha sido desarrollada por el sector privado

ajustados a las diferentes necesidades del mercado colombiano, basados además sobre tipos de interés como el FRA's, IRS, caps, floors, swaptions, etc. Los antecedentes al respecto son bastante positivos, experiencias como las de Chile, México o Brasil son contundentes, “en México con las referencias de 28 y 91 días de la TIE se negocian swaps a un plazo de 30 años. De la misma forma, la experiencia de Chile, en el cual el volumen notional transado en IRS representa la tercera parte del total de derivados”<sup>74</sup>

Es verdad que Colombia ha presentado una constante evolución en cuanto a marco regulador, normatividad y escenario OTC se trata, pero también es innegable la existencia de muchas falencias para alcanzar un punto de estado de arte en los mismos. Para sobrellevar esta serie de problemas es imprescindible un trabajo conjunto entre el sector real y los entes reguladores en la materia, para de esta forma llegar a un común acuerdo que tenga como finalidad última el desarrollo del mercado de capitales, la consolidación del sector real y el crecimiento de la economía colombiana. Los instrumentos derivados tienen un papel protagónico en las economías desarrolladas y lo están adquiriendo en las emergentes, debido a que haciendo un buen uso de éstos tienen una posibilidad de verdadera generación de riqueza a nivel colectivo y privado dada su condición mitigadora del riesgo.

---

<sup>74</sup> [http://www.asobancaria.com/upload/docs/docPub4595\\_2.pdf](http://www.asobancaria.com/upload/docs/docPub4595_2.pdf)

### 13. DESARROLLAR EMISIONES SINDICADAS

Previamente, antes de la resolución 400 del año 95, la participación de las PYMES en el mercado de capitales colombiano era imposible. Las diferentes exigencias y requisitos para acceder a éste impedían el acceso efectivo de este tipo de empresas. Obligaciones concernientes al nivel patrimonial, calificación de riesgo, estándares en la información, montos mínimos de emisión, etc., imposibilitaban el acceso a los recursos que provee este mercado. Debido a esto, la única vía existente en la consecución de recursos para las PYMES colombianas era el sistema bancario tradicional.

Por medio de la resolución 400 del año 95 se abrió una posibilidad para el grueso del empresariado colombiano y se introdujo la normatividad correspondiente a emisiones sindicadas. Esta nueva normatividad introdujo la opción de realizar emisiones de bonos a través de la unión de compañías con una misma necesidad de financiación. En el artículo 1.2.4.1.1 de la misma, se especificaron los diferentes requisitos que tenía que cumplir esta nueva sociedad para realizar este tipo de emisión.

Según la norma, en su Artículo 1.2.4.1.1 aclara que “podrán realizarse emisiones sindicadas de bonos, por un número plural de entidades, siempre y cuando:

1. Se constituya aval sobre la totalidad del capital e intereses que hayan de pagarse para atender la emisión sindicada, o alternativamente, todos los emisores agrupados en la emisión sindicada se constituyan en deudores solidarios de la misma,
2. Se establezca un acuerdo escrito entre los emisores sindicados, donde se prevea, como mínimo:
  - a) La identificación de las entidades que realizarán la emisión sindicada;
  - b) Las reglas necesarias para la sindicación;
  - c) El monto total de la emisión sindicada y sus características;
  - d) El monto que aspira a recibir cada una de ellas del total de la colocación;
  - e) Las reglas que se establezcan para la distribución de dichos recursos entre los participantes de la sindicación;
  - f) El monto por el cual cada una de las entidades sindicadas responderá, de pactarse la sindicación a través de aval;
  - g) La obligación de pago de los bonos por cada una de las entidades que participan en la sindicación, la cual es de carácter personal, directo e incondicional;
  - h) El procedimiento a seguir cuando los emisores sindicados se constituyen en deudores solidarios de la emisión sindicada;

- i) Los procedimientos específicos que deberán poner en práctica cada una de las entidades sindicadas, con el objeto de asegurar el cumplimiento de las obligaciones que se adquieran con los suscriptores de los valores emitidos;
- j) La representación legal única de sus participantes, para todos los efectos de la emisión;
- k) La relación entre dicha sindicación y el representante de tenedores de bonos;
- l) Las demás que con el fin de cumplir los cometidos establecidos en la ley, resulten indispensables a juicio de la Superintendencia de Valores;

3. Se confiera la administración de la emisión sindicada, a una sola entidad fiduciaria, o, a un depósito centralizado de valores.”<sup>75</sup>

El objetivo de la norma es que un número plural de empresas desarrollen un patrimonio autónomo, administrado por una sociedad fiduciaria o un depósito de valores, para que sea éste patrimonio el que adquiere la deuda al realizar la emisión. El patrimonio de tipo autónomo puede constituirse por medio de cualquier tipo de activo, sin ningún tipo de exigencia con respecto al monto que aportan las distintas compañías que lo originan. Además de esto, como el emisor legal es el patrimonio autónomo, las diferentes compañías que dieron origen a éste no se encuentran de ninguna forma obligadas a dar información acerca de su situación financiera ni económica, sino el fondo común destinado para la emisión.

Para el desarrollo de emisiones sindicadas es importante hacer referencia al Grupo TEAM S.A. Este Grupo es conformado por 7 compañías de larga trayectoria en el sector de grasas y aceites vegetales comestibles, que en su afán por reducir costos y volverse cada vez más competitivos decidieron consolidar esta Corporación. La propuesta introducida por este Grupo de organizaciones era eliminar la duplicidad de recursos y esfuerzos necesarios, al operar cada una de forma independiente. Al consolidar una única Empresa, a pesar de seguir existiendo como personas jurídicas independientes, el Grupo se vio beneficiado con la creación de “altas economías de escala, eficiencia en las plantas de producción, optimización de los costos y gastos, capacidad de ofrecer a los clientes y los consumidores una oferta de bienes y servicios diversificada y diferenciada, colaboradores altamente comprometidos y la internacionalización de sus productos.”<sup>76</sup>

Como es de suponer, la creación de este tipo de sinergias ínter-organizacionales trae una serie de beneficios que sobrepasan, sin duda alguna, a los costos que podrían llegar a incurrirse. La competencia en bloque, tal como lo sugiere el caso Team, permite a las compañías competir con

---

<sup>75</sup> Resolución 400 de 1995. Artículo 1.2.4.1.1.

<sup>76</sup> <http://www.team.com.co/contenido/articulo.asp?chapter=162&article=245>



un portafolio de productos mucho más amplio y diversificado, al mismo tiempo que se reducen los costos y gastos de operación al compartir procesos. Una característica importante a resaltar con estos esfuerzos, es que las compañías del Grupo no compiten entre sí, sino que se complementan. Del mismo modo, esta configuración alinea los esfuerzos de varias organizaciones, permitiendo de esta forma un desarrollo a nivel competitivo y productivo mucho más sólido que el logrado a nivel individual.

Este tipo de experiencias es importante divulgarlas, estudiarlas y sobre todo imitarlas, promoviendo la constitución de sociedades que no compitan por un mercado, sino que cada una con un segmento claro de mercado, haga parte del bloque común, complementándose una a otra entre todas las participantes. Logrando esto, la emisión sindicada aseguraría buena parte de su éxito, ya que las asociaciones ya estarían adelantadas y el objetivo de la misma definido, previniendo futuros problemas a nivel estratégico.

Las PYMES dada su sensibilidad producto de su tamaño, tienen inmerso un gran riesgo. Debido a esto, una emisión soportada en sus activos es sumamente frágil, con un nivel de riesgo adicional al de cualquier emisión de una empresa de gran tamaño. Por este motivo la emisión sindical se focaliza en la constitución de un patrimonio autónomo, en el cual, se ve soportada la emisión y el riesgo, dejando libre la emisión del riesgo de las PYMES. En este sentido, la calificación de riesgo se orienta hacia el patrimonio, asegurando un nivel de riesgo equiparable al del mercado, lo cual adquiere una mayor relevancia en el momento de analizar el riesgo por parte de los inversionistas.

Este tipo de emisión podría estar orientada a los diferentes clusters de mercado estimulados por entidades como FUNDES, la Fundación Compartir, el CINSET<sup>77</sup>, ACOPI<sup>78</sup>, PROEXPORT, así como las diferentes Asociaciones y Gremios, entre muchos otros. El Ministerio de Comercio Exterior, por su parte, por medio de propuestas como el Programa Nacional de Productividad y Competitividad busca “identificar los clusters con mayor potencial competitivo, así como promover el diálogo al interior de ellos para favorecer el desarrollo de las empresas que lo conforman.”<sup>79</sup>

Los segmentos objetivo de la propuesta deben ser los “clusters” que cuentan con una supervisión por parte de estos agentes, asegurando el cumplimiento de otro tipo de requisitos del mercado de capitales, como un claro gobierno corporativo y direccionamiento estratégico

---

<sup>77</sup> Corporación para la investigación socioeconómica y tecnológica de Colombia

<sup>78</sup> Asociación colombiana para las micro, pequeñas y medianas empresas.

<sup>79</sup> [http://www.fedepalma.org/documento/programa\\_productividad.doc](http://www.fedepalma.org/documento/programa_productividad.doc)

completo, sin mencionar un seguimiento constante en este proceso de evolución empresarial. Al orientar la norma y las emisiones sindicadas a este tipo de proyectos y empresas, se facilita y agiliza el proceso de aglomeración, es decir, al estar el cluster ya constituido se omiten todos los problemas relacionados a la puesta en acuerdo, superando uno de los puntos más críticos de este plan.

La industria de software en Colombia también puede llegar a constituir una experiencia favorable para este tipo de emisión. Esta industria posee el potencial necesario para convertirse en uno de los principales sectores económicos del país. Con una alta demanda interna, asegura un tamaño mercado capaz de jalonar positivamente la economía colombiana. Adicional a esto, el sector de las TIC's podría estimular los demás sectores de la economía, al estandarizar y optimizar sus procesos, brindar un mejor seguimiento a sus operaciones y disminuir sus costos de operación.

Todo esto constituye esta industria como un *target* de mercado altamente atractivo para las emisiones de tipo sindicado. A pesar de la atomización que actualmente sufre este sector, sin contar FEDESOFTE, existen propuestas que buscan agrupar y promover el desarrollo del mismo. Programas promovidos por el Fondo Nacional de Productividad y Competitividad se encuentran realizando procesos de alianza entre las diferentes empresas que lo conforman, es decir, la configuración de clusters e incentivos para el desarrollo de software en el país constituyen áreas prioritarias en los programas del gobierno nacional.

Es en este punto donde la emisión sindicada toma fuerza, es importante dirigir los esfuerzos hacia este flanco, aprovechando las oportunidades de expansión, crecimiento y aglomeración que presenta este importante, pero hasta ahora descuidado sector económico.

Este tipo de programas de asociación entre compañías de un mismo sector se desarrollan actualmente con la intención de incentivar e incrementar el nivel de exportaciones, teniendo de forma inmediata, un impacto positivo sobre el PIB nacional. Un problema existente es la ausencia de recursos para la adquisición de infraestructura y capital físico, vitales para una actividad exportadora más sólida. En este punto, el papel del mercado de capitales y de las emisiones sindicadas es evidente. Las emisiones sindicadas habilitarían a este tipo de sociedades ya conformadas a participar en el mercado de capitales. Por su parte, éste como generador de riqueza, ofrecería la posibilidad de obtener los recursos necesarios para llevar a cabo con éxito la actividad exportadora.

## 14. IMPULSO A LOS SEGUNDOS MERCADOS

A lo largo de este paquete se ha propuesto el desarrollo de un conocimiento básico y técnico del mercado de capitales en torno a la generación de riqueza, también se pretende hacer uso de las asesorías prestadas por organismos como el SEC, haciendo uso de su amplia experiencia en el tema, al mismo tiempo que se logra una migración en los procesos y normas hacia los estándares internacionales.

Por medio de nuevos derivados y la estimulación del mercado OTC, se pretende brindar los instrumentos necesarios para que los diferentes emisores encuentren en el mercado las herramientas con las cuales puedan desarrollar su actividad de la mejor manera posible. Posterior a todo esto, el desarrollo de emisiones sindicadas abre un espacio en el mercado de capitales para las PYMES, desarrollando estas una actividad de emisión por medio de un patrimonio conjunto de tipo autónomo. Lo que se pretende ahora es promover la participación de este mismo sector pero ya no a nivel grupal, sino individual por medio de los segundos mercados.

Estos mercados fueron diseñados para facilitar el acceso y permanencia de las PYMES en el mercado de capitales, en vista que, por su reducido tamaño, no podían cumplir con los requisitos necesarios de los primeros mercados: nivel patrimonial, calificación de riesgo, estándares en la información, montos mínimos de emisión, etc.

Esta propuesta se desarrolló en el año 95 introducida por medio de la resolución 400 del mismo año. Sin embargo, la introducción de la misma no alcanzó mayores resultados debido su desconocimiento en el sector que pretendía impactar. Según esta, el segundo mercado es entendido de esta forma:

**“Art. 1.4.0.1.- Definición.** Créase el Segundo Mercado, entendiéndose como tal 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.

*Parágrafo 1o.-* Para efectos de esta resolución se entiende por mercado principal las negociaciones de títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios conforme a lo dispuesto en el título primero de la parte primera de la presente resolución o normas que la modifiquen, adicionen o sustituyan.”<sup>80</sup>

---

<sup>80</sup> Título Cuarto artículo 1.4.0.1. de la Resolución 400 de 1995.

Según el grado de desarrollo de las empresas, éstas estarían sumergidas en uno u otro tipo de mercado, es decir, grandes empresas en el mercado bursátil tradicional, el primer mercado y, por su parte, medianas y pequeñas empresas en los segundos mercados. Posteriormente, cuando los segundos mercados se encuentren ya plenamente establecidos y funcionando a un buen ritmo, se podría considerar la introducción de un tercer mercado orientado a la pequeña empresa., pero para esto es crucial, primero, el desarrollo de los segundos mercados.

Una gran ventaja de estos “nuevos” mercados, es que desarrollan una función de adaptación o acomodación para las empresas vírgenes en el mercado de capitales, al prestarse como fase intermedia entre el mercado primario y éstas.

Los segundos mercados poseen una característica única, no por constituir un escenario alternativo en donde los requisitos de entrada son mucho más flexibles, sino porque contrario a restringir la actividad de emisión, característica de los primeros mercados, se restringe es el tipo de inversor que puede actuar allí:

“**Art. 1.4.0.4.- Inversionistas autorizados.** En las adquisiciones de valores que hagan parte del Segundo Mercado sólo podrán tener el carácter de adquirentes los inversionistas calificados de que trata el artículo siguiente.

*Parágrafo 1o.-* Para los efectos del presente artículo y en forma previa a la realización de la operación, será obligación del adquirente certificar su calidad de inversionista autorizado.

**Art. 1.4.0.5.- Modificado. Dec. 1121 de 2008, Art. 2º. Inversionistas calificados.** Para efectos de la presente Resolución se consideran inversionistas calificados todas aquellas personas calificadas como “inversionista profesional” en los términos del Título Quinto de la Parte Primera de la presente Resolución.”<sup>81</sup>

Con respecto a la participación del sector PYME en el mercado de capitales y más específicamente en los segundos mercados, la resolución 400 de 1995 es muy clara, especificando también en su artículo 1.3.4.4 el caso de los procesos de titularización en los segundos mercados: “Los procesos de titularización cuyos títulos se negocien en el Segundo Mercado no tendrán que incorporar mecanismos de cobertura tales como subordinación de emisión, sobrecolateralización de la cartera, exceso de flujo de caja, sustitución de cartera, contratos de apertura de crédito o aval del originador, debiendo en todo caso ser calificados por una entidad autorizada al efecto o avalados o garantizados por establecimientos de crédito o entidades aseguradoras sujetas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Bancaria.”<sup>82</sup>

---

<sup>81</sup> Ibid.

<sup>82</sup> Resolución 400 de 1995. Artículo 1.3.4.4

De esta forma, se está liberalizando este mercado, facilitando y promoviendo la participación en las plazas bursátiles por medio de la eliminación de barreras a la entrada.

Otra característica esencial de los segundos mercados son sus requisitos de incorporación así como las obligaciones de información, en estos mercados estas son mucho más laxas, flexibilizando las exigencias en cuanto a valores a negociar, necesidad de un representante legal y montos de emisión se refiere:

“**Art. 1.4.0.7.- Modificado. Res. 135 de 2001, art. 4°. Valores a negociar.** Podrán hacer parte del Segundo Mercado, 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.

**Art. 1.4.0.15.- Representante legal de tenedores de bonos.** Las emisiones de bonos que se efectúen para hacer parte del Segundo Mercado no requerirán representante legal de los tenedores de bonos.

**Art. 1.4.0.16.- Monto de emisión de bonos.** Las emisiones de bonos que se efectúen para hacer parte del Segundo Mercado no estarán sujetas a los requisitos establecidos en el numeral 1 del artículo 1.2.4.2 de la presente resolución.

**Art. 1.4.0.17.- Monto de emisión de papeles comerciales.** Las emisiones de papeles comerciales que se efectúen para hacer parte del Segundo Mercado no estarán sujetas a los requisitos establecidos en el numeral 1 del artículo 1.2.4.47 de la presente resolución.”<sup>83</sup>

Se podría decir entonces, que el único requisito necesario para que las PYMES entren a formar parte activa del mercado de capitales es su voluntad y conocimiento de la norma. En el caso colombiano, aunque la resolución diluía muchas de las grandes barreras en cuanto a emisión se trata, no se hizo el énfasis necesario en este punto. La propuesta nunca se vio acompañada con programas de promoción o divulgación alguna, lo cual convertía este renovador concepto en papel muerto.

Este tipo de medidas han sido también adoptadas en mercados como Inglaterra, España y, por parte de Suramérica, Brasil. Generalmente los esfuerzos en la generación de segundos mercados han sido infructuosos, debido a que el desarrollo de este no ha sido acompañado por otro tipo de medidas. En el caso español, a pesar de su relativo éxito inicial, el hecho de que el modo de operación estuviera restringido al sistema de corros, el sistema de contratación inicial de las bolsas de valores (a viva voz), lo convertía en un mercado rezagado desde sus inicios. Esta característica impedía su participación de forma electrónica, complicando los procesos de oferta

---

<sup>83</sup> Ibid.

y demanda del mismo, lo cual lo convertía en una opción poco atractiva para los inversionistas. En consecuencia, este intento por incluir a las PYMES dentro del sistema de capitales se vio disipado, lo cual se ve reflejado en el corto número de valores cotizantes actualmente, así como en sus bajos volúmenes intermediados.

Entonces, para promover estos segundos mercados, es necesario realizar programas de promoción mediante las Cámaras de Comercio, ACOPI, Confecamaras, Cinset, SENA, y demás organismos que tengan algún contacto con el sector empresarial. Es importante desarrollar este tipo de actividades de forma continua, así como los se llevan a cabo los programas para la creación de empresa liderados por las cámaras de comercio.

El éxito de la promoción depende de cómo se muestren las diferentes ventajas que tiene el mercado de capitales como fuente de recursos, así como de una guía permanente para las empresas que decidan participar en él. Este tipo de tareas serán desarrolladas principalmente por parte del Centro para el Mercado de Capitales del primer punto.

El desarrollo exitoso de este mercado depende de acompañar estos programas con otro tipo de medidas, como el fortalecimiento de la infraestructura en la cual, se verá apoyado este mercado, casos como el español evidencian la importancia de este punto. Normatividades más precisas y ajustadas a los segundos mercados hacen parte también de las disposiciones importantes a trabajar, ya que se cuenta con apenas con 21 artículos al respecto, concebidos desde el año 95 en la resolución 400 del mismo año. Con esto, se pretende decir que la normatividad en la materia se encuentra sumamente rezagada, haciendo imprescindible el adelanto de nuevas normas y un marco regulador mucho más formal, que defina a su vez los actores, emisiones, condiciones de emisión, entes reguladores, etc., con mucha más precisión.

## 15. BIBLIOGRAFÍA

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE). Small and medium sized enterprises. 2000

Cámara de Comercio de Bogotá. Ruedas de soluciones financieras para las MIPYMES. 28 de Febrero de 2007.

Carlos Estevezmengoti, Josefina Martínez y María Eugenia Escudero. Mercado de capitales, estudios sobre bolsa. 2003

Pablo Orlandi. Un análisis de las alternativas de financiación para las PYME exportadoras. CEDEX – Universidad de Palermo. Enero de 2006.

Echavarría Sánchez, Morales Cano y Varela Salas. *Alternativas de financiamiento para las pequeñas y medianas empresas (PyMES) mexicanas*. 2007

Díaz Mondragón, N. Manuel. Sofoles: financiamiento para personas físicas y pequeñas empresas. 2003

Adolfo Groppo. Financiamiento de las PYMES a través del mercado de capitales. Universidad abierta Interamericana. 2002

Salvador García de León. La competitividad sistémica y el fomento de la micro, pequeña y mediana empresa. 2002

Darío Montoya Mejía. La financiación para la creación y desarrollo de empresas. Un análisis de casos internacionales y una propuesta para Colombia. SENA. Marzo de 2006

<http://www.bis.org/ifc/publ/ifcb29n.pdf?noframes=1>

[http://www.thomsonreuters.com/content/PDF/financial/league\\_tables/de/2008/4Q08\\_equity\\_capital.pdf](http://www.thomsonreuters.com/content/PDF/financial/league_tables/de/2008/4Q08_equity_capital.pdf)

[http://en.wikipedia.org/wiki/Securities\\_Act\\_of\\_1933](http://en.wikipedia.org/wiki/Securities_Act_of_1933)

[http://www.blakedawson.com/Templates/Publications/x\\_article\\_content\\_page.aspx?id=54433](http://www.blakedawson.com/Templates/Publications/x_article_content_page.aspx?id=54433)

[http://en.wikipedia.org/wiki/Stock\\_market](http://en.wikipedia.org/wiki/Stock_market)

[http://www.thomsonreuters.com/business\\_units/financial/league\\_tables/](http://www.thomsonreuters.com/business_units/financial/league_tables/)

[http://en.wikipedia.org/wiki/Stock\\_market\\_index](http://en.wikipedia.org/wiki/Stock_market_index)

[http://en.wikipedia.org/wiki/Security\\_\(finance\)](http://en.wikipedia.org/wiki/Security_(finance))

<http://www.sec.gov/about/laws.shtml>

[http://en.wikipedia.org/wiki/Securities\\_market](http://en.wikipedia.org/wiki/Securities_market)

[http://en.wikipedia.org/wiki/New\\_York\\_Stock\\_Exchange](http://en.wikipedia.org/wiki/New_York_Stock_Exchange)

[http://en.wikipedia.org/wiki/Capital\\_Markets\\_Index](http://en.wikipedia.org/wiki/Capital_Markets_Index)

<http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml>

[http://en.wikipedia.org/wiki/Securities\\_regulation\\_in\\_the\\_United\\_States](http://en.wikipedia.org/wiki/Securities_regulation_in_the_United_States)

<http://www.sec.gov/>

[http://en.wikipedia.org/wiki/Blue\\_sky\\_law](http://en.wikipedia.org/wiki/Blue_sky_law)

<http://www.djindexes.com/mdsidx/?event=showTotalMarket>

<http://www.anif.org/includes/scripts/open.asp?ruta=/images/dynamic/articles/2281/ENE31-08.pdf>

<http://finanzas.infobaeprofesional.com/notas/61446-Conozca-que-son-el-NYSE-el-Dow-Jones-y-el-Nasdaq.html?cookie>

<http://www.iberpymeonline.org/interna.asp?sec=3&step=1&id=718>

<http://www.degerencia.com/actualidad.php?actid=5821>



<http://www.dinero.com/noticias-pyme/colombia-bien-librada-estudio-sobre-pymes/58689.aspx>

<http://www.iberpymeonline.org/Documentos/PymesColombia.htm>

[http://www.dinero.com/wf\\_InfoArticulo.aspx?idArt=48941](http://www.dinero.com/wf_InfoArticulo.aspx?idArt=48941)

<http://www.supersociedades.gov.co/ss/drvisapi.dll?MIval=sec&dir=46&id=731&m=td&a=td&d=depend>

<http://www.supersalud.gov.co/Documentos/leyes/1999/LEY%20550-99.doc>

<http://www.asofiduciarias.org.co/contenido/articulo.asp?chapter=308&article=493>

<http://www.banrep.gov.co/docum/ftp/borra428.pdf>

<http://www.businesscol.com/noticias/fullnews.php?id=5762>

[http://www.portafolio.com.co/economia/finanzas/2009-05-19/ARTICULO-WEB-NOTA\\_INTERIOR\\_PORTA-5216567.html](http://www.portafolio.com.co/economia/finanzas/2009-05-19/ARTICULO-WEB-NOTA_INTERIOR_PORTA-5216567.html)

[http://www.cambio.com.co/especiales/ESP\\_COMERCIALES/1001\\_COMPANIAS/home/ARCHIVO/ARCHIVO-3550795-0.pdf](http://www.cambio.com.co/especiales/ESP_COMERCIALES/1001_COMPANIAS/home/ARCHIVO/ARCHIVO-3550795-0.pdf)

[http://www.semana.com/documents/Doc-1612\\_2008427.pdf](http://www.semana.com/documents/Doc-1612_2008427.pdf)

[http://caixagalicia.ahorro.com/acnet/finanzas\\_personales/guias\\_invertir\\_bolsa.acnet/guia/bolsa/capitulo/1.html](http://caixagalicia.ahorro.com/acnet/finanzas_personales/guias_invertir_bolsa.acnet/guia/bolsa/capitulo/1.html)

[http://www.portafolio.com.co/economia/finanzas/2009-05-12/ARTICULO-WEB-NOTA\\_INTERIOR\\_PORTA-5179413.html](http://www.portafolio.com.co/economia/finanzas/2009-05-12/ARTICULO-WEB-NOTA_INTERIOR_PORTA-5179413.html)

<http://www.caracol.com.co/nota.aspx?id=814078>

<http://www.investincolombia.com.co/>

<http://www.supersociedades.gov.co/web/documentos/Bolet%C3%ADn%20RESULTADOS%20SECTOR%20REAL%202008%20comparado%20-%2027%20abril%202009.pdf>

<http://www.portafolio.com.co/archivo/documento/MAM-3450755>

<http://www.eltiempo.com/archivo/documento/MAM-736599>

<http://www.eltiempo.com/archivo/documento/MAM-488674>

<http://www.eltiempo.com/archivo/documento/MAM-2018022>

<http://www.eltiempo.com/archivo/documento/MAM-545053>

<http://www.eltiempo.com/archivo/documento/MAM-1556448>

<http://www.eltiempo.com/archivo/documento/MAM-1547884>

<http://www.superfinanciera.gov.co/Normativa/Conceptos2008/2008024308.pdf>

[http://www.elcolombiano.com/proyectos/grandes\\_entrevistas/agosto/agosto\\_26/carlos\\_santa.htm](http://www.elcolombiano.com/proyectos/grandes_entrevistas/agosto/agosto_26/carlos_santa.htm)

[http://www.bancodecredito.com.co/publico/segmentos/empresas/inversion/Infor\\_tenedores/corona/06\\_2008\\_Corona\\_Segundotramo.pdf](http://www.bancodecredito.com.co/publico/segmentos/empresas/inversion/Infor_tenedores/corona/06_2008_Corona_Segundotramo.pdf)

[http://www.mipagina.net/~brccom/archivos/COR-FO-06\\_II\\_08\\_BO\\_CORONA%20II\\_SS\\_08.pdf](http://www.mipagina.net/~brccom/archivos/COR-FO-06_II_08_BO_CORONA%20II_SS_08.pdf)

<http://www.superfinanciera.gov.co/Normativa/PrincipalesPublicaciones/boletinej/boletin1508/relacionconceptos.html>

<http://www.businesscol.com/noticias/fullnews.php?id=4307>

[http://www.portafolio.com.co/finanzas/guias/bancapersonal/ARTICULO-WEB-NOTA\\_INTERIOR\\_PORTA-4080182.html](http://www.portafolio.com.co/finanzas/guias/bancapersonal/ARTICULO-WEB-NOTA_INTERIOR_PORTA-4080182.html)

<http://www.businesscol.com/empresarial/pymes/entidades.htm>

<http://www.icmacentre.ac.uk/>

<http://www.edhec.com/>

<http://www.dcu.ie/prospective/deginfo.php?classname=MFCM&mode=full>

<http://www.strath.ac.uk/acffin/postgraduatecourses/mscinvestmentfinance/mscinvestmentfinance-emergingcapitalmarkets/>

[http://www.asobancaria.com/upload/docs/docPub3208\\_2.pdf](http://www.asobancaria.com/upload/docs/docPub3208_2.pdf)

<http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20071130145351.pdf>

<http://es.mimi.hu/economia/subyacente.html>