



1
2010



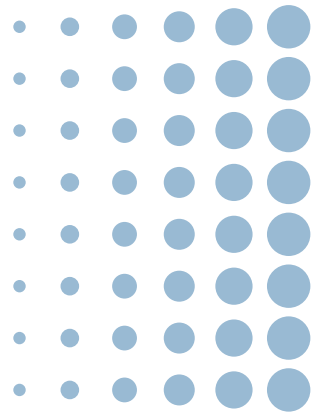
análisis

revista del mercado de valores



NÚMERO 1 EDICIÓN DICIEMBRE 2010
ISSN 2215-9150

Segundo mercado: balance y propuestas para su profundización desde la perspectiva de las pequeñas y medianas empresas*



Andrea Patricia Alba**
Nydia Remolina***

Resumen

La resolución 400 de 1995 –cuyas disposiciones se encuentran hoy contenidas en el decreto 2555 de 2010– reguló el segundo mercado y estableció requisitos para facilitar el acceso y permanencia de las PYMES como emisores en el mercado de valores colombiano. A pesar de lo anterior, en el último listado de ofertas autorizadas por la Superintendencia Financiera, dirigidas al segundo mercado, se encontró que no existen emisores que se encuadren en el concepto legal de PYME. Debido a esto, el propósito del presente estudio consiste en evaluar el estado actual del segundo mercado en Colombia e internacionalmente, y formular propuestas orientadas a que las PYMES se vinculen como emisores en el mercado de valores colombiano, lo que contribuirá a su mayor profundización.

Palabras clave: segundo mercado, PYMES, pequeñas y medianas empresas, mercado de valores colombiano, regulación.

Clasificación JEL: G10, G15, G18.

*Artículo ganador del concurso Arquitectos del Mercado de Capitales realizado por el Autorregulador del Mercado de Valores y la Bolsa de Valores de Colombia en la modalidad de posgrado.

**Abogada de la Pontificia Universidad Javeriana y licenciada en Derecho de la Universidad del País Vasco. Estudiante de la Especialización en Derecho del Mercado de Capitales de la Pontificia Universidad Javeriana.

Correo electrónico:
andrapaty25@hotmail.com.

***Abogada de la Pontificia Universidad Javeriana. Estudiante de la Especialización en Derecho del Mercado de Capitales de la Pontificia Universidad Javeriana. Correo electrónico:
nydiaremolinaleon@hotmail.com.

Documento recibido:
22 de septiembre de 2010.
Versión final aceptada:
12 de octubre de 2010.



Second Market: Assessment and Proposals for its Deepening from the Perspective of Small and Medium Enterprises*

Andrea Patricia Alba**
Nydia Remolina***

*This article is the winner of the competition of Capital Market Architects proposed by the Autorregulador del Mercado de Valores and the Bolsa de Valores de Colombia in the form of graduate school.

**Lawyer of the Pontificia Universidad Javeriana and from the Universidad del País Vasco. Student of the Specialization in Capital Market Law of the Pontificia Universidad Javeriana. Email: andreapaty25@hotmail.com.

***Lawyer of the Pontificia Universidad Javeriana. Student of the Specialization in Capital Market Law of the Pontificia Universidad Javeriana. Email: nydiaremolinaleon@hotmail.com.

Document received:
22 September 2010.
Final version accepted:
12 October 2010.

Abstract

Resolution 400 of 1995 –whose provisions are now included in decree 2555 of 2010– regulated the Second Market through the establishment of certain requirements aimed at facilitating the access and permanence of SMEs as issuers in the Colombian securities market. Notwithstanding the above, in the latest list of offerings authorized by the Superintendencia of Finance addressed to the Second Market, it was found that there are no issuers that fall within the legal concept of SME. Considering such circumstance, the purpose of this study is to assess the current status of the Second Market, both in Colombia and internationally, and make proposals oriented to allow the access of SMEs as issuers in the Colombian Securities Market, thereby contributing to its further deepening.

Key words: Second market, SMEs, small and medium enterprises, Colombian securities market, regulation.

JEL classification: G10, G15, G18.

INTRODUCCIÓN

Uno de los principales retos que tiene el mercado de valores en una economía es lograr su mayor profundización, entendida ésta como el mayor desarrollo del mercado de valores medido en forma conjunta por el tamaño, la liquidez, la eficiencia y la concentración del mercado (Fradique, 2008).

Con miras a alcanzar esta meta y lograr la vinculación de las pequeñas y medianas empresas (PYMES) al mercado de valores, se expidió en Colombia la resolución 400 de 1995 (en adelante, resolución 400), que en su título cuarto incluye las disposiciones que reglamentan el denominado segundo mercado, cuyo contenido fue incorporado en su mayor parte en el decreto 2555 de 2010¹ (en adelante, decreto 2555). Este mercado fue creado para facilitar el acceso y permanencia de las PYMES en el mercado de capitales, a través del establecimiento de requisitos más flexibles para su vinculación que los necesarios para participar en el mercado principal. Lo anterior teniendo en cuenta que este tipo de empresas, por su reducido tamaño, en general no cumplen con los requisitos mínimos necesarios para participar en el mercado principal: nivel patrimonial, calificación de riesgo, estándares de información, montos mínimos de emisión, entre otros (Roncallo, 2009).

Sin embargo, después de quince años de la expedición de la resolución 400 y a pesar de que se han realizado esfuerzos concretos en la materia –como el Programa Colombia Capital–, en el listado de ofertas públicas dirigidas al segundo mercado y autorizadas por la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC), realizado por la Subdirección de Análisis e Información de la SFC, se encontró que al 9 de abril de 2010 no existen emisores que encajen plenamente en el concepto de PYME² establecido en la

1 El decreto 2555 de 2010, “por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones”, recopila las disposiciones que anteriormente regulaban de manera aislada y en distintos cuerpos normativos el segundo mercado y deroga dichas disposiciones. Para efectos metodológicos, el presente estudio hace referencia a la normativa que originalmente regulaba el segundo mercado y las disposiciones que en el actual decreto 2555 recogen dicha normativa.

2 El concepto de pequeña y mediana empresa se encuentra definido en el artículo segundo de la ley 905 de 2004, “por medio de la cual se modifica la ley 590 de

normativa colombiana. De hecho, la mayoría de emisores corresponden a grandes empresas que cuentan con emisiones activas en el mercado principal³ y que paralelamente emiten bonos y realizan titularizaciones dirigidas al segundo mercado.

De ahí la necesidad de realizar el presente estudio, cuyo propósito principal consiste en evaluar el estado actual del segundo mercado en Colombia, a través del análisis de: a) las normas que lo regulan, b) las razones principales por las cuales éste no ha tenido el desarrollo esperado ni se ha logrado vincular a las PYMES como emisores, c) las ventajas de la profundización del segundo mercado y la correlativa necesidad de realizar esfuerzos concretos en esta materia y d) experiencias internacionales exitosas de planeación e implementación de segundos mercados. Para ello, se formularán varias propuestas encaminadas a lograr la efectiva profundización del segundo mercado en Colombia y la vinculación de las PYMES como emisores.

I. ORIGEN Y NORMATIVA ACTUAL

El origen del segundo mercado se sustenta en un objetivo principal: que las PYMES que no tienen la posibilidad de acceder al mercado principal, por no cumplir con los estrictos requisitos establecidos para este efecto, principalmente en cuanto a costos, reportes de información y montos mínimos de la emisión, puedan

2000 sobre promoción del desarrollo de la micro, pequeña y mediana empresa colombiana y se dictan otras disposiciones”, en los siguientes términos:

Definiciones. Para todos los efectos, se entiende por micro incluidas las fiamipresas pequeña y mediana empresa, toda unidad de explotación económica, realizada por persona natural o jurídica, en actividades empresariales, agropecuarias, industriales, comerciales o de servicios, rural o urbana, que responda a dos (2) de los siguientes parámetros: 1. Mediana empresa: a) Planta de personal entre cincuenta y uno (51) y doscientos (200) trabajadores, o b) Activos totales por valor entre cinco mil uno (5.001) a treinta mil (30.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes. 2. Pequeña empresa: a) Planta de personal entre once (11) y cincuenta (50) trabajadores, o b) Activos totales por valor entre quinientos uno (501) y menos de cinco mil (5.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes (art. 2, ley 590 de 2000).

Adicionalmente, en el párrafo segundo del artículo 75 de la ley 1151 de 2007, por la cual se expide el Plan Nacional de Desarrollo 2006-2010, se establece: “Las definiciones contenidas en el artículo 2º de la ley 590 de 2000, modificado por el artículo 2º de la ley 905 de 2004, continuarán vigentes hasta tanto entren a regir las normas reglamentarias que profiera el Gobierno Nacional”.

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

ingresar al mercado de valores y emitir valores, con unos requisitos de entrada menos exigentes y más flexibles. Por esta razón, la adquisición de los títulos emitidos por las PYMES implica un mayor riesgo, lo que justifica que únicamente sean inversionistas profesionales quienes puedan adquirirlos.

En la legislación colombiana, el segundo mercado se reguló principalmente con la resolución 400 de la Superintendencia de Valores, hoy SFC, derogada en virtud del decreto 2555, pero cuyos contenidos fueron recogidos en su mayoría en dicho decreto. En su artículo 1.4.0.1 –actual artículo 5.2.3.1.1 del decreto 2555–, se definió el segundo mercado como “las negociaciones de títulos cuya inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios se efectúe conforme a los requisitos establecidos en el presente título y cuya adquisición sólo puede ser realizada por los inversionistas autorizados”. En esta definición es importante analizar quiénes están facultados para adquirir títulos en el segundo mercado y los requisitos especiales que deben cumplirse para la inscripción de los títulos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE).

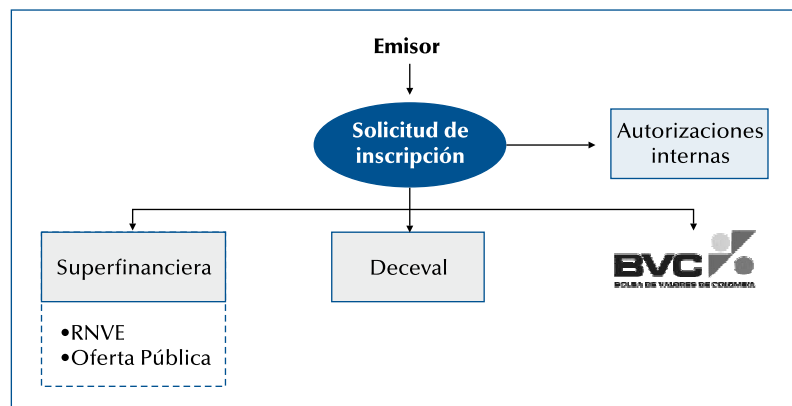
En primer lugar, la resolución 400 dispuso que los denominados inversionistas calificados son quienes están autorizados para comprar y vender los valores que forman parte del segundo mercado. En los términos del artículo segundo del decreto 1121 de 2008 –actual artículo 5.2.3.1.5 del decreto 2555–, tales inversionistas se equiparan al concepto de inversionista profesional establecido en el título quinto de la parte primera de la resolución 400. El artículo 1.5.2.2 de esta resolución –actual artículo 7.2.1.1.2 del decreto 2555– establece que podrá tener la calidad de inversionista profesional todo cliente con la experiencia y los conocimientos necesarios para comprender, evaluar y gestionar adecuadamente los riesgos inherentes a cualquier decisión de inversión, en tanto cuente con un patrimonio igual o superior a diez mil salarios mínimos mensuales legales vigentes y cumpla con al menos una de las siguientes condiciones: a) ser titular de un portafolio de inversión de valores igual o superior a cinco mil salarios mínimos legales vigentes o b) haber realizado directa o indirectamente quince o más operaciones de enajenación o de adquisición, durante un período de sesenta días calendario, en un tiempo que no supere los dos años anteriores al momento en que se vaya a realizar la clasificación del inversionista. El valor agregado de estas

operaciones debe ser igual o superior al equivalente a treinta y cinco mil salarios mínimos mensuales legales vigentes. La resolución 400 dispone además que antes de la realización de la operación es obligación del adquirente certificar su calidad de inversionista autorizado.

Por vía de excepción, el artículo 1.4.0.4 de la resolución 400 –actual artículo 5.2.3.1.4 del decreto 2555– establece la posibilidad de que inversionistas no calificados adquieran valores emitidos en el segundo mercado, en tanto se trate de: a) compraventas de acciones o bonos convertibles en acciones que efectúen entre sí los accionistas de la sociedad emisora, b) las suscripciones de acciones o de bonos convertibles en acciones que se efectúen en uso del derecho de preferencia y c) las readquisiciones de acciones que se realicen de conformidad con las disposiciones legales establecidas para el efecto.

En segundo lugar, en cuanto a la negociación de los títulos en el segundo mercado, a pesar de que el título cuarto de la resolución 400 únicamente hace referencia a la inscripción en el RNVE, son tres las instancias que en orden cronológico deben surtir las empresas al momento de una emisión o listado de sus valores en el segundo mercado: la inscripción en el RNVE ante la SFC, el depósito de los valores en el Depósito Centralizado de Valores S. A. (Deceval) y la inscripción ante la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), tal y como se muestra en el gráfico 1.

Gráfico 1. Instancias que deben surtir para la emisión de títulos en el mercado de valores colombiano



Fuente: BVC (2010).

El artículo 1.4.0.8 de la resolución 400 –actual artículo 5.2.3.1.8 del decreto 2555– establece unos requisitos particulares y menos estrictos que los previstos en su artículo 1.1.2.3 –actual artículo 5.2.3.1.8 del decreto 2555– para la inscripción de emisiones que serán negociadas en el mercado principal, y dispone que para la inscripción en el RNVE de los títulos que serán transados en el segundo mercado deberán presentarse ante la Superintendencia de Valores (hoy SFC) los siguientes documentos: a) constancia expedida por el revisor fiscal, o por el representante legal para el caso de aquellas entidades que no tienen revisor fiscal, en la cual se certifique el cumplimiento de todos los requisitos legales para efectuar la emisión, b) formulario de inscripción totalmente diligenciado según lo establecido por la Superintendencia de Valores para el segundo mercado, c) certificado de existencia y representación legal de la entidad emisora y d) facsímil o modelo del respectivo valor, en el cual deberá incluirse en forma destacada que éste sólo puede ser adquirido por los inversionistas autorizados, conforme a lo dispuesto en esa resolución. Adicionalmente, se dispone que cuando los títulos estén denominados en una moneda diferente al peso colombiano, deberá anexarse copia de los documentos que acrediten el cumplimiento del régimen cambiario y de inversiones internacionales, cuando a ello haya lugar. La SFC cuenta con un término de diez días, contados a partir de la fecha de radicación en la entidad de todos los documentos referidos para efectuar las observaciones que considere pertinentes.

Por su parte, en cuanto a las funciones del Deceval frente a los títulos que se colocan en el segundo mercado, esta entidad se encarga de manejar electrónicamente y controlar las transferencias, registros, pagos de capital e intereses y todos los aspectos relacionados con la administración de emisiones privadas, tanto de renta fija como de acciones (BVC, 2010). Cuando la emisión es materializada, Deceval se encarga de la custodia de los títulos, mediante su inmovilización en bóvedas de alta seguridad. Cuando es desmaterializada el emisor ampara la emisión a través de un título global desde su suscripción primaria y la colocación se realiza a partir de anotaciones en cuenta. En este tipo de emisiones es necesario suscribir con Deceval un contrato de depósito de emisiones para la administración de la emisión y entregarle el título global que respalda la emisión total o parcialmente (Deceval, 2010).

Respecto de la inscripción de valores que se negociarán en el segundo mercado, ni la Circular Única de la BVC ni el reglamento de la BVC establecen una diferenciación respecto al mercado principal sobre los requisitos que deben observarse para efectuar la inscripción en la BVC, a diferencia de los requisitos para la inscripción en el RNVE a los que ya se hizo referencia. Así, para efectos de proceder a la inscripción ante la BVC, será necesario cumplir con los requisitos generales de inscripción de valores establecidos en el artículo 1.1.1⁴ de la Circular Única de la BVC, así como los

-
- 4 De manera general, de conformidad con lo dispuesto en este artículo, los requisitos que se deben cumplir y los documentos que se deben presentar para tramitar la inscripción ante la BVC son los siguientes:
- (i) La solicitud de inscripción dirigida a la Bolsa, suscrita por el representante legal de la entidad. En esta carta también se debe designar un funcionario de alto nivel del emisor o del administrador de la emisión que coordinará con la BVC las actividades comerciales y operativas que surjan de la misma. En dicha comunicación se deberá designar un funcionario de nivel directivo del emisor o del administrador de la emisión que coordinará con la Bolsa las actividades comerciales y operativas que surjan con ocasión de la inscripción y durante la vida útil de la misma;
 - (ii) Constancia de inscripción del valor o del Programa de Emisión, según sea el caso, en el RNVE;
 - (iii) Copia autorizada del extracto pertinente del acta en la cual conste la autorización del órgano competente del emisor para la emisión y su inscripción en Bolsa;
 - (iv) Para la inscripción de aquellos valores para los cuales las normas vigentes no establecen la inscripción automática, se deberá allegar el texto compilado de los estatutos de la sociedad emisora o administradora de la emisión, según el caso, o el extracto de dichos estatutos en donde conste el órgano interno al cual le corresponde autorizar la emisión y su inscripción en Bolsa, en ambos casos suscritos por un representante legal, incluyendo su certificación de que el documento allegado contiene los Estatutos Sociales del emisor, actualizados y vigentes a la fecha de la solicitud de inscripción;
 - (v) Certificado de existencia y representación legal de la entidad emisora expedido por la autoridad competente respectiva, con una antelación no superior a tres (3) meses;
 - (vi) Estados financieros dictaminados correspondientes a los dos últimos períodos anuales y al último informe financiero trimestral, únicamente cuando la emisión respectiva no requiera prospecto de información;
 - (vii) Carta de compromiso y autorización a la Bolsa, en relación con las obligaciones que el emisor asume, conforme al formato establecido por la Bolsa, suscrita por el representante legal de la entidad emisora y por el de la entidad administradora de la emisión, si la hubiere;
 - (viii) Tratándose de la inscripción de un valor no desmaterializado un (1) facsímil anulado del título en original y certificado expedido por el Deceval o DCV que indique que los valores cumplen con las condiciones establecidas por el respectivo depósito para ser ingresados al mismo;
 - (ix) Tratándose de la inscripción de una emisión desmaterializada, certificación expedida por el respectivo depósito de valores en la que conste que el macrotítulo se encuentra en bóveda;
 - (x) Siempre que la emisión requiera prospecto de información, se debe adjuntar un (1) ejemplar en medio físico y uno (1) en medio magnético del prospecto de información definitivo y aprobado por la SFC en el que se incluyan los estados financieros que se requieran para la inscripción en el RNVE. En la

requisitos especiales previstos para cada título particular, establecidos en el numeral 1.1.2⁵ de la circular. Es importante destacar que las disposiciones contenidas en la Circular Única establecen exactamente en los mismos términos y sin distinción los requerimientos de suministro de información y documentación que deben cumplir los emisores del primer y del segundo mercado.

Además de estos requerimientos de información, mediante la expedición de la circular externa 014 del 19 de mayo de 2009 de la SFC, modificada por la circular externa 038 del 29 de septiembre de 2009 de la misma entidad, se establecieron instrucciones relativas a la revisión y adecuación del sistema de control interno, dirigidas a las entidades supervisadas y controladas por la SFC, entre las cuales se encuentran los emisores del mercado de valores. En virtud de dicha circular se establecen, entre otros, requerimientos relativos a la existencia de un ambiente de control, la gestión de riesgos, el adelantamiento de actividades de control, información, comunicación y monitoreo y la realización de evaluaciones independientes. Debido a que la circular no realiza ninguna distinción, estos requerimientos deben cumplirse en los mismos términos, tanto por los emisores del mercado principal como por los del segundo mercado (SFC, 2010).

Sobre los requerimientos de información y los estándares de control interno que deben cumplir los emisores del segundo mercado, debe tenerse en cuenta que en la práctica los costos relacionados con su cumplimiento pueden convertirse en una barrera de entrada para la participación de las PYMES en el segundo mercado. De ahí que sea necesario evaluar si son procedentes, con miras a preservar la transparencia de la información en el mercado, sin

portada del prospecto de información y en los títulos correspondientes deberá constar de manera expresa y visible que la inscripción en la Bolsa no garantiza la bondad del título ni la solvencia del emisor; (xi) Formulario de vinculación de clientes y proveedores, accionistas y emisores de la Bolsa conforme al formato establecido por la Bolsa debidamente suscrito por el representante legal de la entidad emisora junto con copia del RUT y copia del documento de identidad del representante legal; (xii) Contar con una página web en la cual se encuentre a disposición del público la información del emisor salvo para las excepciones establecidas en la Circular; (xiv) Informar a la Bolsa cualquier cambio que haya sufrido la composición accionaria de la sociedad o su estructura administrativa, durante el lapso transcurrido entre la fecha de inscripción y la de la solicitud.

5 Dependiendo de la clase de valor que se emitirá, deberán observarse los requisitos específicos establecidos en el numeral 1.1.2 de la Circular Única de la BVC.

hacer que la participación de los pequeños y medianos empresarios como emisores del segundo mercado sea insostenible.

En cuanto a las tres instancias que deben cumplirse para efectos de la negociación de títulos en el segundo mercado a las que ya se hizo referencia, es importante señalar que cada una de éstas supone así mismo unos costos que debe asumir el emisor. El cuadro 1 muestra algunos de los principales costos que a la fecha debe asumir un emisor tanto al momento de la inscripción en el RNVE y en la BVC como en la afiliación en Deceval y su respectivo sostenimiento (véase cuadro 1).

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

El artículo 1.4.0.7 de la resolución 400 –actual artículo 5.2.3.1.7 del decreto 2555– establece que podrán formar 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. Por lo tanto, las alternativas de financiación a través del segundo mercado son diversas y pueden provenir del patrimonio o del pasivo de la entidad emisora (véase gráfico 2).

Cuadro 1. Costos de la emisión en el segundo mercado

Norma	Concepto	Tarifa
Resolución 1200 de 1995 de la Superintendencia de Valores. Artículos 2.1.3.1 y 2.1.3.2.	Derechos de inscripción y valor de las cuotas para los emisores del segundo mercado	Art. 2.1.3.1. Derechos de inscripción. Los emisores de valores que hagan parte del segundo mercado deberán pagar derechos de inscripción en el registro nacional de valores e intermediarios por un valor equivalente al cincuenta por ciento (50%) de la suma resultante de aplicar la tarifa de que tratan los capítulos 1° y 2° del título 1° de la parte segunda de la presente resolución. Art. 2.1.3.2. — Cuotas. Los emisores de valores que hagan parte del segundo mercado deberán pagar únicamente una vez al año la cuota a que hacen referencia los artículos 2.1.2.1 y 2.1.2.2 de la presente resolución. Par. — Para aquellos emisores que tengan inscritos valores en el mercado principal y en el segundo mercado, no habrá lugar a la aplicación de lo consagrado en el artículo anterior.
Resolución 1245 de 2006 de la SFC. Artículo 5	Derechos de inscripción en el RNVE de valores que se emitan en el segundo mercado	Artículo 5. Los derechos de inscripción de los valores, que se pretenda emitir en el segundo mercado, tendrán una tarifa del 0,04 por mil del patrimonio del emisor registrado a 31 de diciembre del año inmediatamente anterior a la fecha de inscripción. La inscripción de este tipo de emisiones no será objeto del beneficio consagrado en el artículo 3° de la presente resolución.
Resolución 1245 de 2006 de la SFC. Artículo 11	Régimen de tarifas y liquidación de la cuota anual de 2006 del RNVE ⁶	Artículo 11, parágrafo 3. Los valores que hagan parte del segundo mercado tendrán una tarifa del 0,05 por mil del patrimonio del emisor registrado a 31 de diciembre del año inmediatamente anterior al período de liquidación.
Resolución 1245 de 2006 de la SFC. Artículo 9, parágrafo	Derechos aplicables a la autorización de ofertas públicas del RNVE	Artículo 9, parágrafo. Tratándose de valores que se oferten en el mercado primario y hagan parte del segundo mercado no habrá lugar al cobro de derechos de oferta pública.

(Continúa)

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



Cuadro 1. Costos de la emisión en el segundo mercado *(continuación)*

Norma	Concepto	Tarifa
		<p>1.1.1. Requisitos generales de inscripción de valores en la bolsa. Parágrafo segundo: Por concepto de la inscripción, la entidad emisora pagará una cuota de admisión y anualmente una cuota de sostenimiento, ambas en la cuantía que establezca la Bolsa de acuerdo con el título que se inscriba. La Bolsa podrá abstenerse de autorizar la inscripción de un nuevo valor de un emisor que tenga títulos inscritos cuando éste se encuentre en mora en el pago de sus obligaciones para con la Bolsa.</p>
Circular Única de la BVC. Parágrafo del numeral 1.1.1, numerales 6.7.1 y siguientes	Tarifas por inscripción y sostenimiento de inscripción de valores	<p>6.7.1. Política general de cobro. Las políticas generales sobre tarifas por concepto de inscripción y sostenimiento son:</p> <p>a) <i>Inscripción:</i> La tarifa de inscripción se cobra una vez aprobada la inscripción por la Bolsa de Valores de Colombia independientemente de la fecha en que se haga efectiva o salga la emisión al mercado. Para inscripciones nuevas se cobrará la tarifa plena, con independencia del mes en que se realice la inscripción de los títulos.</p> <p>b) <i>Sostenimiento:</i> Para los títulos que estén inscritos en la Bolsa de Valores de Colombia a 31 de diciembre de 2009 se cobrará una cuota de sostenimiento para el año 2010. La cuota de sostenimiento para el año 2009 de las acciones que hayan sido inscritas en el año 2008 será equivalente al 50% del valor de la cuota de sostenimiento establecida en el artículo 6.7.2 de la Circular Única BVC.</p> <p>Los títulos diferentes de acciones que sean inscritos en el año 2008 solo pagarán la tarifa de inscripción y se les cobrará la cuota de sostenimiento a partir del año 2009. Las acciones que sean inscritas en el año 2008 no pagarán la tarifa de inscripción, y se les cobrará la cuota de sostenimiento a partir del año 2009.</p> <p>c) Tanto las cuotas de inscripción como las cuotas de sostenimiento se facturarán y pagarán en un solo contado.</p>
		<p>6.7.2. Tarifas para acciones. Las tarifas de Inscripción y Sostenimiento se calculan con base en el patrimonio total de la empresa a 31 de diciembre del año 2009, conforme a los rangos establecidos en el siguiente cuadro:</p>

(Continúa)

Cuadro 1. Costos de la emisión en el segundo mercado (continuación)

	2010	
	Cifras en millones COP	COP
	-	9.246.000
	4.757	11.528.000
	9.659	13.925.000
	14.266	18.718.000
	21.399	22.713.000
	28.680	26.707.000
	38.488	29.333.000
	45.918	32.414.000
	58.698	36.066.000
	76.530	38.805.000
	119.031	42.115.000
	153.060	46.338.000
	255.150	48.963.000
	510.149	51.017.000
	743.006	52.387.000
	1.188.809	53.984.000
	1.486.013	55.583.000
		o más

[...] 6.7.4. Tarifas para bonos y títulos emitidos en procesos de titularización [...]

3. Emitidos por organismos multilaterales y entidades que no hagan parte del sector financiero:

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

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

(Continúa)

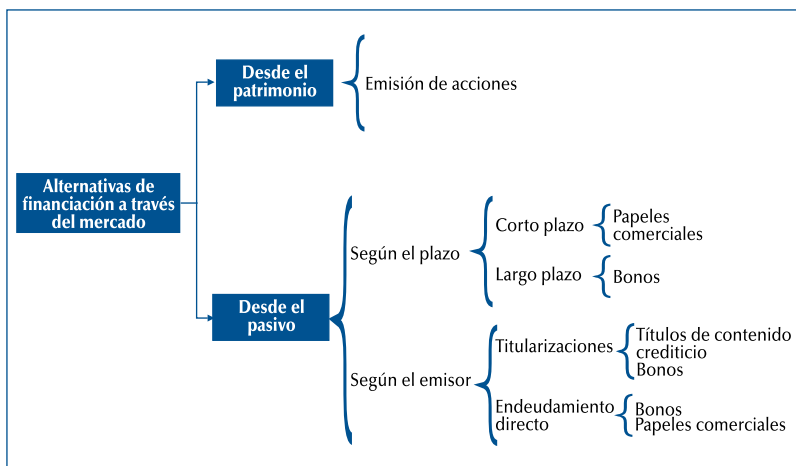
Cuadro 1. Costos de la emisión en el segundo mercado *(continuación)*

Norma	Concepto	Tarifa
	1.1 AFILIACIÓN Y SOPORTE TÉCNICO	
	1.1.1 Cuota de afiliación: Representa el valor de la afiliación como Depositante Directo y corresponde al pago, por una sola vez, de una suma fija que le dará derecho al Depositante Directo a operar en el Sistema del Depósito de Valores y a la instalación del Sistema de Información de Deceval en una terminal provista por el mismo. Se facturará al cierre del mes calendario en el que se afilió el Depositante.	
	1.1.2 Terminal adicional: Valor fijo que corresponde al costo de instalación del Sistema del Depósito por terminal adicional habilitada por el Depositante Directo para la operación con Deceval. Se facturará al cierre del mes calendario en el que se instale.	
	1.1.3 Cuota de sostenimiento anual: Corresponde al pago de una suma fija anual por Depositante Directo, usuario del sistema de información de Deceval, independientemente del número de terminales instaladas. Representa los costos por instalación y mantenimiento del sistema del Depósito, de su soporte técnico y la actualización del <i>software</i> en clientes. Se liquida y cobra anticipadamente en enero de cada año.	
Deceval, Instructivo No. 12-34 del 14 de diciembre de 2009	Instructivo de Tarifas 2010	
	En el evento que el Depositante Directo se vincule en el transcurso del año, su cobro se realizará proporcional al tiempo que falte para terminar el año calendario.	
	1.1.4 Tarifa fija de operación mensual: Valor fijo que se liquida y factura al cierre de cada mes calendario a los depositantes directos por el derecho a realizar operaciones a través del sistema de información de Deceval, independientemente del número de terminales instaladas y del saldo en custodia.	
	II. TARIFAS	
	1. DEPOSITO DE VALORES	
	1.1 Afiliación y soporte técnico	\$ 8.363.300
	1.1.1 Cuota de afiliación	\$ 3.938.000
	1.1.2 Terminal adicional	\$ 3.501.500
	1.1.3 Cuota de sostenimiento anual	\$ 233.810
	1.1.4 Tarifa de operación mensual	

Fuente: SFC (2010), BVC (2010), Deceval (2010).



Gráfico 2. Títulos que pueden emitirse en el mercado de valores de Colombia



Fuente: BVC (2010).

En lo relativo a los valores emitidos en el segundo mercado, existen algunas excepciones respecto de las normas aplicables al mercado principal, establecidas en el artículo 1.4.0.15 y siguientes de la resolución 400 –actual artículo 5.2.3.1.15 y siguientes del decreto 2555–. Dichas excepciones consisten en: a) la inaplicación de exigencias relativas a montos mínimos para las emisiones realizadas en el segundo mercado; sobre las emisiones de bonos y de papeles comerciales se establece que no será aplicable el monto mínimo de emisión de dos mil salarios mínimos mensuales consagrado en el numeral 1 de los artículos 1.2.4.2 –actual artículo 6.4.1.1.3 del decreto 2555– y 1.2.4.47 –actual artículo 6.6.1.1.1 del decreto 2555–, respectivamente; b) la ausencia del requisito de contar con un representante legal de tenedores de bonos para emisiones de bonos realizadas en el segundo mercado y c) respecto de las compraventas de acciones que formen parte del segundo mercado y que se encuentran inscritas en bolsa, la inaplicación de las disposiciones contenidas en el numeral 1.2.5.3 –actual artículo 6.15.1.1.2 del decreto 2555–, que establece la necesidad de que la compraventa de acciones inscritas en una bolsa de valores, que represente un valor igual o superior al equivalente en pesos de sesenta y seis mil (66.000) unidades de valor real (UVR), deba realizarse obligatoriamente a través de los módulos o sistemas transaccionales de dicha bolsa.

Aunado a los requisitos que enmarcan la emisión y negociación de los títulos en el segundo mercado, el artículo 1.4.0.9 de la resolución 400 de 1995, modificado por el artículo 13 del decreto 3139 de 2006 –actual artículo 5.2.3.1.9 del decreto 2555–, establece el deber de los emisores de valores que formen parte del segundo mercado de mantener permanentemente actualizado el RNVE, remitiendo a la SFC, a las bolsas de valores y a los sistemas de negociación en que se encuentren inscritos las informaciones de que trata la sección III del capítulo II del título I de la parte primera de la resolución 400⁷, con sujeción a los plazos, condiciones y formularios que la SFC determine.

Al respecto, es importante destacar que a partir de la citada modificación se eliminaron las disposiciones contenidas originalmente en el párrafo segundo del artículo 1.4.0.9⁸ de la resolución 400, que establecían para los emisores del segundo mercado una periodicidad anual para la remisión de la información referida en el numeral 1.1.3.3 de la resolución 400, mientras que para los emisores del mercado principal se establecía de manera trimestral. En virtud de dicha modificación, la normativa actual prácticamente equipara los requerimientos de información establecidos para los emisores del mercado principal con los de los emisores del segundo mercado.

Con relación a este punto y a partir de lo dispuesto en el inciso final del referido artículo 1.4.0.9 –actual artículo 5.2.3.1.9 del decreto 2555– y en el párrafo del artículo 1.1.2.16 –actual artículo 2.4.1.3–, se faculta a la SFC para establecer plazos, condiciones y formularios para el reporte de la información por parte de los emisores del segundo mercado. En ejercicio de dicha facul-

-
- 7 Las obligaciones de reporte de información de que trata la sección III del capítulo III del título I de la parte primera de la resolución 400 de 1995 se refieren principalmente a: a) las obligaciones generales (art. 1.1.2.14, actual art. 5.2.4.1.1 del decr. 2555); b) las informaciones del fin del ejercicio (art. 1.1.2.15, actual art. 5.2.4.1.2 del decr. 2555); c) la información de períodos intermedios (art. 1.1.2.16, actual art. 5.2.4.1.3 del decr. 2555), d) la información periódica (art. 1.1.2.17, actual art. 5.2.4.1.4 del decr. 2555) y e) la información relevante (art. 1.1.2.18, actual art. 5.2.4.1.5 del decr. 2555).
- 8 Los párrafos del artículo 1.4.0.9 de la resolución 400 de 1995 originalmente establecían: “Par. 1º—La información de que trata el numeral 2.1 del artículo 1.1.3.2 de la presente resolución se deberá remitir en el formulario especial para segundo mercado. Par. 2º—Para efectos de la presente resolución la información requerida en el artículo 1.1.3.3 tendrá una periodicidad anual y deberá ser remitida en el formulario especial para segundo mercado”.

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

Finalmente, en lo que respecta a las consecuencias, ya explicadas, de la inobservancia de las disposiciones contenidas en el título cuarto de la resolución 400, incluyendo las relativas al régimen de oferta pública, establece su artículo 1.4.0.6 –actual artículo 5.2.3.1.6 del decreto 2555– que en estos casos los administradores de las sociedades emisoras deberán abstenerse de inscribir en el libro de registro de accionistas o de tenedores los traspasos originados en dichas operaciones.

Por otra parte, en cuanto al régimen de oferta pública, en los términos del artículo 1.2.1.1 de la resolución 400 –actual artículo 6.1.1.1.1 del decreto 2555–, ésta se define como aquella que se dirija a personas no determinadas o a cien o más personas determinadas, con el fin de suscribir, enajenar o adquirir documentos emitidos en serie o en masa, que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de participación y de tradición o representativos de mercancías. Específicamente en lo que respecta a la oferta de acciones o de bonos obligatoriamente convertibles en acciones, dicha disposición establece que no se considerará pública la oferta de dichos títulos dirigida a los accionistas de la sociedad emisora, siempre que sean menos de quinientos. Lo anterior salvo que, además de dirigirse a dichas personas, la oferta se realice a cien o más personas determinadas, en cuyo caso también se considerará como una oferta pública⁹.

9 Adicionalmente, en los términos de la citada disposición y sin importar el número de personas a quienes esté dirigida; tampoco se considerará como pública la oferta de acciones resultante de una orden de capitalización impartida por una autoridad estatal competente, dirigida exclusivamente a accionistas de la sociedad, o la que tenga por objeto capitalizar obligaciones de ella, siempre y cuando

Las ofertas públicas por realizarse en el segundo mercado cuentan con un régimen especial consagrado en el artículo 1.4.0.11 y siguientes de la resolución 400 –actual artículo 5.2.3.1.11 y siguientes del decreto 2555– que establecen: a) los documentos que deben presentarse ante la SFC para solicitar la autorización para realizar una oferta pública, b) el procedimiento para llevarla a cabo, c) el contenido del prospecto de colocación y d) disposiciones sobre la publicación de operaciones realizadas en el segundo mercado.

En cuanto a las ofertas públicas de documentos que van a ser negociados en el segundo mercado, es importante señalar que, en los términos del artículo 1.4.0.12 de la resolución 400 –actual artículo 5.2.3.1.12 del decreto 2555–, estas ofertas se entenderán autorizadas siempre y cuando se presenten ante la SFC los documentos enunciados en dicha disposición y se siga el procedimiento descrito en el artículo 1.4.0.13 –actual artículo 5.2.3.1.13 del decreto 2555–. Los documentos referidos en el artículo 1.4.0.12 son: a) la comunicación suscrita por el representante legal de la entidad en la cual se indique la intención de efectuar una oferta pública de valores en el segundo mercado, b) dos ejemplares del prospecto de colocación¹⁰, en el que deben incluirse como mínimo

se encuentren reconocidas dentro de un proceso concursal en el que se haya tomado tal decisión.

- 10 Según lo dispuesto en el artículo 1.4.0.14 de la resolución 400 de 1995 –actual artículo 5.2.3.1.14 del decreto 2555 de 2010–, el prospecto de colocación de valores que forman parte del segundo mercado y que serán ofrecidos en el mercado primario, deberá contener por lo menos lo siguiente:

1. Nombre comercial del emisor, su domicilio principal y dirección de la oficina principal;
2. Advertencia, en caracteres destacados, en cuanto a la restricción que tienen los títulos para su adquisición en el sentido de que por hacer parte del segundo mercado ellos sólo podrán ser adquiridos por los inversionistas autorizados;
3. Clase de título que será objeto de la oferta, destinatarios de la oferta, ley de circulación, valor nominal, reglas relativas a la reposición, fraccionamiento y englobe de títulos, monto total de la emisión, series en que se divide la emisión con las principales características de cada una y la advertencia de que el precio se determinará en forma conjunta con los inversionistas autorizados en forma previa a la formulación de la oferta;
4. Para los títulos de contenido crediticio el lugar, fecha y forma de pago del capital y del rendimiento; el sistema de amortización y las demás condiciones financieras de la emisión;
5. Bolsas de valores en que estarán inscritos los títulos, cuando a ello haya lugar;
6. Tratándose de bonos que estén acompañados de cupones de suscripción de acciones, las condiciones en que puede realizarse dicha suscripción;
7. Tratándose de bonos, el o los diarios en los cuales se publicarán los avisos e informaciones que deban comunicarse a los tenedores por tales medios. La entidad emisora podrá cambiar

los contenidos referidos en el artículo 1.4.0.14 de la resolución –actual artículo 5.2.3.1.14 del decreto 2555– y c) el proyecto de aviso de oferta¹¹, el cual deberá dirigirse a todos los inversionistas autorizados, indicando que de acuerdo con lo estipulado en los artículos 1.4.0.4 y 1.4.0.5 de la presente resolución –artículos 5.2.3.1.4 y 5.2.3.1.5 del decreto 2555, respectivamente–, los títulos sólo podrán ser adquiridos por los inversionistas autorizados. En todo caso, la SFC cuenta con un término de diez días, contados a partir de la fecha de radicación en la entidad de todos los documentos de que trata este artículo, para efectuar las observaciones que considere pertinentes.

En cuanto al procedimiento descrito en el artículo 1.4.0.13 de la resolución 400 –actual artículo 5.2.3.1.13 del decreto 2555– para la realización de ofertas públicas dirigidas al segundo mercado, se establece que una vez remitidos a la SFC los documentos de que trata el artículo 1.4.0.12 –actual artículo 5.2.3.1.12 del decreto 2555–, el emisor deberá iniciar, en un término no superior a un mes, en forma directa o a través de sociedades comisionistas de bolsa, un proceso promocional dirigido hacia los potenciales inversionistas, con el propósito de poner a disposición de éstos toda la información relacionada con la empresa emisora que sea requerida por el inversionista para decidir sobre la realización de la inversión. Una vez agotados los pasos anteriores, el emisor deberá

dicho medio de información cuando previamente se informe de tal circunstancia a los tenedores por medio de un aviso destacado en el diario identificado en el respectivo prospecto; 8. Los estados financieros del último cierre de ejercicio; 9. La advertencia, en caracteres destacados, de que la inscripción en el registro nacional de valores e intermediarios y la autorización para la oferta pública no implican certificación por parte de la Superintendencia de Valores sobre la bondad del valor o la solvencia del emisor.

- 11 De conformidad con lo establecido en el numeral 3 del artículo 1.4.0.12 de la resolución 400 de 1995, el proyecto de aviso de oferta deberá incluir como mínimo:

El reglamento de colocación, los destinatarios de la oferta y la advertencia en caracteres destacados, de suerte que resalte visiblemente en el texto del aviso que la inscripción en el registro nacional de valores e intermediarios y la autorización para realizar la oferta pública no implican certificación por parte de la Superintendencia de Valores sobre la bondad del valor o la solvencia del emisor. Así mismo, deberá indicar que el prospecto de colocación se encuentra a disposición de los posibles inversionistas en las oficinas de la Superintendencia de Valores, de la sociedad emisora, de los agentes colocadores y, cuando a ello haya lugar, de las bolsas en que estarán inscritos los títulos.

proceder en forma inmediata a efectuar la publicación del aviso de oferta, en un periódico de circulación nacional, en el boletín diario de la bolsa de valores o en cualquier otro medio idóneo.

II. EXPERIENCIA INTERNACIONAL

En varios países del mundo se ha visto la necesidad de establecer una serie de requisitos más flexibles para que ciertas empresas puedan acceder con mayor facilidad al mercado de valores como emisores, a fin de incentivar el crecimiento de éste. Como se sabe, el acceso de las empresas a los mercados financieros no es un proceso sencillo, pues los emisores deben contar con unas características especiales para poder acceder a los recursos del público inversionista, un bien jurídico especialmente protegido en la mayoría de países. Por ello, emitir valores en escenarios de negociación como una bolsa de valores exige el cumplimiento de unos requisitos bastante restrictivos en cuanto a capitalización, obtención de beneficios previos, número de accionistas, revelación de la información, además del cumplimiento de diferentes trámites ante varios entes¹².

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

En el AIM están inscritos valores de más de mil empresas, con un volumen de negociación que en 2004 superó los 25.000 millones de euros (Hernández, 2005). Para inscribirse en el AIM no son obligatorios los requisitos de transabilidad en el pasado, patrimonio mínimo, capitalización bursátil mínima, aprobación de accionistas para transacciones ni el flotante mínimo. Además, los documentos de inscripción no son analizados por la bolsa o el departamento de inscripciones del Financial Services Authority del Reino Unido (AMV, s. f.).

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

12 Por ejemplo, la bolsa respectiva, el regulador del país del emisor y el regulador del país de negociación de los valores.

familiares, se vean cada vez más atraídas a este tipo de mercados, pues como es natural, en una empresa pequeña o mediana, los accionistas no tienen mayor interés en revelar al público la propiedad de la compañía o perder el control (Doidge, Karolyi y Stultz, 2007).

Un segundo caso exitoso ocurrió en Latinoamérica, en donde, en principio, se pensaría que las empresas pequeñas no tienen interés en cotizar en las bolsas. En Brasil, los mercados de valores entre los años 1996 y 2003 se encontraban en una especie de crisis debido a la falta de oferentes o emisores. En ese período hubo solo cuatro registros de ofertas públicas iniciales en el mercado primario (Rincón, 2008). Esto se debía a que era difícil hacer emisiones por debajo de los cien millones de dólares y el acceso para las PYMES era limitado. En pocas palabras, el mercado estaba desapareciendo, según Eduardo Manhaes Ribeiro Gomes, superintendente de relaciones internacionales de la Comissao de Valores Mobiliários de Brasil (Rincón, 2008).

Atendiendo a estas necesidades, nació el Novo Mercado como una iniciativa privada, asegurada mediante un contrato, pues las empresas que deciden incorporarse a este mercado lo hacen voluntariamente y se comprometen a cumplir con los más altos estándares de gobierno corporativo, además de resolver los conflictos a través de medios de arbitraje.

Los resultados han ido más allá de lo esperado. La oferta de nuevas colocaciones y en especial de acciones es creciente. Mientras en 2004 el volumen alcanzó los 3,7 billones de dólares, en 2007 subió a 38,8 billones, de los cuales 53% pertenecen al mercado primario. El número de ofertas públicas iniciales fue de 58. La capitalización del mercado de las empresas que cotizan en Bovespa es de 1.236,40 billones de dólares (hasta agosto de 2008), lo cual representa el 71% del PIB. Cerca de 150 empresas participan en el Novo Mercado, de un total de 400 empresas listadas en Bovespa (Rincón, 2008). Además, se creó el Bovespa MAIS, un nuevo segmento relacionado con las PYMES. Funciona de forma similar al Novo Mercado pero a través de un segmento del Mercado OTC organizado, cuyo objetivo es atraer a las PYMES al mercado de capitales (Sánchez, 2009).

A pesar de que no todos los países que han tratado de implementar el segundo mercado han disfrutado de los mismos bue-

nos resultados¹³, las experiencias internacionales exitosas y los estándares y requisitos que han hecho viable su desarrollo son un punto de referencia importante que debe considerarse en la formulación de propuestas orientadas a la efectiva implementación del segundo mercado en Colombia, el cual contribuye al fortalecimiento y mejor desarrollo del sector real de la economía.

III. IMPORTANCIA DE LA PROFUNDIZACIÓN DEL SEGUNDO MERCADO EN COLOMBIA

La necesidad de realizar esfuerzos concretos encaminados a la profundización del segundo mercado en Colombia y, en particular, a la participación de las PYMES, en él se sustenta en que el desarrollo del mercado de valores contribuye al crecimiento y estabilidad de una economía y en las ventajas que tiene acudir al mercado de valores frente a otras alternativas de financiación (Carmichael y Pomerleano, 2002). Estas ventajas consisten principalmente en:

1. La disminución de la vulnerabilidad financiera de las empresas, que se logra incrementando su acceso al mercado de valores y reduciendo su dependencia a la deuda de corto plazo de los bancos (Carmichael y Pomerleano, 2002).
2. La asignación a bajo costo de los recursos para la financiación de empresas del sector productivo, lo que canaliza en forma eficiente el ahorro hacia la inversión (AMV, 2009).
3. La posibilidad de que los ahorradores que cuentan con excedentes de liquidez puedan participar en la financiación de proyectos de mediano y de largo plazo de la economía. La transformación de los plazos del ahorro y la inversión transforma los recursos de corto plazo en capital de largo plazo (AMV, 2009).
4. La facilitación de la liquidez (AMV, 2009).
5. La diversificación y socialización del riesgo para los agentes participantes. A través del mercado de valores se socializan los riesgos de la empresa productiva, entre otros los asocia-

13 Un ejemplo tratado en la doctrina de los críticos del Mercado Balcón es el Neuer Markt de Alemania, el cual se implementó entre 1997 y 2003 (Burghof y Hunger, 2003). Igualmente en España, la implementación del segundo mercado no ha sido del todo satisfactoria, pues no tuvo la acogida deseada.

- dos con la investigación y el desarrollo de nuevas tecnologías, lo que promueve el desarrollo y la innovación (AMV, 2009).
6. La oferta de una amplia variedad de productos con diferentes características –plazo, riesgo, rendimiento–, de acuerdo con las necesidades de inversión o financiación de los agentes participantes del mercado (AMV, 2009).
 7. La expectativa de producir mayores rentabilidades que las logradas en el mercado de crédito (AMV, 2009).
 8. La obtención de recursos financieros a menor costo. A través del mercado de valores, al emitir títulos el empresario obtiene directamente de los inversionistas los recursos financieros que necesita, sin necesidad de acudir a créditos bancarios, los cuales generan altos costos financieros, tienen *spreads* muy altos, plazos relativamente cortos, montos limitados y se traducen en un incremento del riesgo del pasivo (AMV, s. f.).
 9. El diseño de las fuentes de recursos financieros de acuerdo con las necesidades específicas del empresario emisor, pues este se encuentra facultado para definir las condiciones en que obtendrá los recursos financieros (tasas de interés, amortización, plazos, etc.).
 10. La capitalización de la compañía. Por medio de una emisión de acciones, el empresario emisor vincula a nuevos accionistas y así capitaliza la compañía sin incurrir en gastos financieros. Adicionalmente, mediante la emisión de acciones con dividendo mínimo preferencial y sin derecho a votos, el empresario puede conservar el control y poder de decisión de su empresa, para lo cual les otorga un dividendo mínimo a los accionistas/inversionistas.
 11. La proyección de la imagen corporativa del emisor, ya que a través del mercado público de valores el empresario puede dar a conocer las fortalezas y oportunidades de inversión que representa su empresa.
 12. El otorgamiento de liquidez a los activos a través de la estructuración de procesos de titularización (Rojas y Uribe, 1997, p. 15).
 13. La promoción del mercado de valores incentiva la competencia entre las distintas alternativas de financiamiento existentes –por ejemplo, los créditos bancarios–, y con ello se propicia el ofrecimiento de condiciones más favorables para el emisor/empresario.

Aunado a las anteriores ventajas, el mercado de valores tiene un impacto favorable en el desarrollo de una economía. El desarrollo de mercados de valores se traduce en un sistema financiero abierto, dinámico, balanceado y competitivo, en el que el capital se asigna más transparentemente y con una adecuada consideración del riesgo. Las estadísticas del desarrollo del sector financiero sugieren que, en general, en las economías que dependen ampliamente del sector bancario y poco del mercado de valores pueden existir altos grados de apalancamiento y bajas rentabilidades (Carmichael y Pomerleano, 2002).

IV. PROPUESTAS PARA LOGRAR UNA MAYOR PROFUNDIZACIÓN DEL SEGUNDO MERCADO A PARTIR DE LA VINCULACIÓN DE LAS PYMES

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

Con base en lo anterior, a continuación se expondrá una serie de propuestas encaminadas a lograr una mayor profundización del segundo mercado y, en particular, a vincular a las PYMES como participantes activas de éste. Para efectos metodológicos, las presentes propuestas serán formuladas desde el punto de vista: a) del emisor, b) de los inversionistas autorizados, c) de las políticas que debe adoptar el Estado para lograr dicho cometido y d) otras propuestas.

A. Propuestas desde el punto de vista del emisor

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

Entre las iniciativas más importantes que se han emprendido en Colombia en esta materia se encuentra el Programa Colombia Capital, que surgió en el año 2005 como resultado de un convenio suscrito entre el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y la BVC, en su calidad de ejecutora, en representación de las entidades patrocinadoras del convenio: la SFC, las cámaras de comercio de Bogotá, Cali, Bucaramanga y Medellín, la Asociación Nacional de Empresarios de Colombia (ANDI), Proexport, Asofondos y Deceval. El objetivo principal del programa consiste en ampliar la profundidad del mercado de capitales mediante el desarrollo de mecanismos alternativos de financiación e inversión de largo plazo para empresas e inversionistas (Programa Colombia Capital, 2007).

Frente al emisor, la política del programa se orienta a apoyar a los denominados “emisores por primera vez” y a consolidar los mecanismos de información que propician un mayor conocimiento del mercado por parte de los potenciales emisores, dos aspectos fundamentales para lograr una mayor profundización del segundo mercado. Para estos efectos, el Programa Colombia Capital ha trabajado en diferentes frentes, principalmente: el apoyo y la capacitación en los temas del mercado de valores y el gobierno corporativo para empresas que quieran acercarse al mercado; el acercamiento entre los actores y agentes del mercado; el otorgamiento de bonos a las empresas que emitan acciones o bonos; la publicidad en foros, medios de comunicación y la elaboración de guías, instructivos y comunicados para los diferentes grupos de interés (Programa Colombia Capital, 2007).

Es importante reconocer los avances obtenidos con Colombia Capital: las emisiones exitosas realizadas en el marco del programa, entre ellas los casos de Alpina, Colombina y Alquería; la vinculación del sector real como potencial inversionista y como parte activa del mercado de valores; el nivel de inclusión del programa a partir del involucramiento de distintos empresarios colombianos, sociedades gremiales y sindicales y entidades públicas y privadas que participan en los procesos de emisión; y los aportes como la cooperación técnica no reembolsable del Fondo Multilateral de Inversiones del BID (FOMIN), aportante del 60% de los recursos del programa (Programa Colombia Capital, 2007). Estos aspectos evidencian la relevancia de darle continuidad a Colombia Capital.

Sin embargo, para efectos de lograr una efectiva vinculación de las PYMES al segundo mercado, es importante reevaluar algunos aspectos del programa, entre ellos: el volumen mínimo de tres mil millones de pesos de ventas anuales que las empresas deben tener para poder acceder a él; la porción del presupuesto que se destina a la selección de empresas potenciales y a la realización de talleres dirigidos a ellas, pues los rubros que cubren estas actividades no tuvieron ninguna participación en el presupuesto modificado del año 2007; el tamaño de los emisores a quienes se dirigen los recursos de los bonos entregados para la emisión; y los recursos destinados para la publicidad y promoción del mercado de valores.

Consideramos que el criterio de acceso al programa debería replantearse en función de las utilidades reales que una empresa de este tipo puede obtener en Colombia y mediante la realización de estudios de factibilidad de cada caso concreto y respecto de cada PYMES que determinen la viabilidad de la emisión realizada por cada empresa en particular. Para estos efectos, el acompañamiento especializado del programa en la emisión y la entrega de bonos de emisión a las PYMES tiene un papel fundamental, no sólo para reducir los costos que el empresario debe asumir en la emisión, sino también para que ésta sea percibida como una alternativa real y asequible de financiación por parte del pequeño y mediano empresario. En este sentido, los recursos entregados por el programa para financiar las emisiones deben dirigirse prioritariamente hacia las PYMES, y no a grandes empresas que cuentan con mayores posibilidades para financiar su emisión en el mercado de valores e incluso para acudir al mercado principal.

Otros aspectos que requieren adelantar esfuerzos adicionales son los relativos a la sensibilización y el desarrollo de instrumentos de divulgación y de promoción del mercado de valores. A este respecto y en cuanto a las lecciones aprendidas en lo que lleva ejecutándose el programa, en el informe semestral de progreso del convenio, a diciembre de 2009, elaborado por el equipo de Colombia Capital, se reconoce que la consecución de nuevos emisores es una labor dispendiosa y de mucho esfuerzo, debido, entre otros aspectos, al desconocimiento sobre los beneficios de financiarse a través del mercado público de valores (Pacheco, 2010). De ahí la importancia de que una parte sustancial del presupuesto del programa se destine a la sensibilización y capacitación de los emi-

sores y al desarrollo de instrumentos de divulgación y promoción del segundo mercado.

Adicionalmente y en lo que tiene que ver con la realización de talleres y la búsqueda y selección de empresas potenciales, consideramos que éste es un rubro fundamental que debe tenerse en cuenta en el desarrollo del programa. Con el fin de lograr la participación activa de las PYMES en el segundo mercado, es importante que el programa se ocupe de atraer a los potenciales emisores y de que éstos perciban el mercado de valores como una alternativa real de financiamiento, para lo cual Colombia Capital debe participar activamente en su selección, búsqueda y capacitación. Para estos efectos, resulta importante la cooperación de las entidades participantes en el programa y a las que el empresario acude permanentemente (cámaras de comercio, ANDI y Proexport) y de otras entidades que le son familiares al empresario (como ACOPI y sus seccionales), en la medida en que por conducto de ellas puede realizarse la primera aproximación y promoción del programa. Los patrocinadores de Colombia Capital pueden tener *stands* para que potenciales emisores soliciten información y en donde se le explique directamente al empresario cómo el mercado de valores puede ser una alternativa real de financiamiento y donde se coordine con él la realización de talleres y visitas de capacitación sobre el mercado. Así se aprovecharían las sinergias derivadas de la cooperación de tales entidades y se reducirían los costos operativos de buscar a los potenciales empresarios emisores, con lo que podrían destinarse más recursos a la capacitación y a la estructuración de la emisión que desarrolle el empresario.

En cuanto a la capacitación del empresario sobre el mercado de valores, si bien la *Guía del mercado de valores* (Fradique, 2008) realizada en el marco del programa es un apoyo fundamental para entender su estructura y funcionamiento, en ella no se profundiza sobre el segundo mercado ni sobre las reglas especiales aplicables a éste y a las que se hizo referencia en la primera parte de este estudio. Para promocionar el segundo mercado es indispensable contar con una guía especializada, orientada al pequeño y mediano empresario como potencial emisor, en la que se especifiquen claramente los requisitos y los trámites que deben surtirse para emitir y ofertar valores en el segundo mercado, los costos que esto implica frente a las diferentes entidades involucradas en

el proceso y los beneficios en comparación de otras alternativas de financiación.

Con relación a este punto, debe tenerse en cuenta que uno de los principales inconvenientes que enfrenta un pequeño y mediano empresario es la dificultad para determinar los beneficios reales que obtendrá tras incurrir en los costos de formar parte del segundo mercado y de mantenerse en él, entre ellos, el tiempo en el que obtendrá un retorno de su inversión. Dicha circunstancia no se presenta en alternativas de financiación tradicionales, como en el caso de los créditos bancarios, donde el empresario recibe inmediatamente los recursos y conoce de antemano los costos de su utilización.

Teniendo en cuenta las múltiples variables que intervienen en una emisión –clase de título, negociabilidad y demanda de los inversionistas por el valor emitido, entre otras– y la imposibilidad de predecir con certeza *ex ante* sus resultados, para que el empresario tome la decisión de emitir es indispensable que la guía del segundo mercado incluya: a) las ventajas comparativas de financiarse a través del mercado público de valores respecto de las alternativas de financiación tradicionales referidas en el capítulo III del presente estudio, b) las distintas clases de títulos que pueden emitirse y sus riesgos y ventajas comparativas frente a otro tipo de instrumentos y c) las experiencias exitosas que en el ámbito nacional e internacional han tenido empresarios que han acudido al mercado de valores, por ejemplo, las emisiones realizadas en el marco del Programa Colombia Capital.

El empresario necesita razones concretas que le permitan percibir el mercado de valores como una alternativa real de financiación y no como un universo desconocido, asequible exclusivamente para los grandes empresarios; de ahí el papel fundamental que debe asumir una guía del segundo mercado, para sensibilizar a los pequeños y medianos empresarios respecto del segundo mercado.

La prórroga del convenio del programa se encuentra supeditada a la demostración de resultados concretos, de ahí la importancia de continuar trabajando en las políticas de vinculación de nuevos emisores al mercado de valores y de las PYMES al segundo mercado, con el fin de mantener activa la cooperación internacional de otorgamiento de recursos importantes que se ha logrado con el BID.

B. Propuestas desde el punto de vista del inversionista

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

C. Propuestas desde el punto de vista de la actuación del Estado y las demás entidades involucradas en el proceso de emisión

Para desarrollar el segundo mercado, el rol del Estado y de las demás entidades involucradas en el proceso de emisión debe orientarse hacia tres aspectos fundamentales: el normativo, el financiero y el promocional.

Desde el punto de vista normativo, el Estado debe reformular los contenidos de la resolución 400, para que éstos sean por sí mismos suficientes para entender cómo opera el segundo mercado y para que den a conocer los requisitos que debe cumplir el emisor antes y después de emitir títulos en el mercado. La normativa que se expida debe evitar al máximo las remisiones normativas a disposiciones de la resolución distintas a las del capítulo destinado para el segundo mercado, en particular a aquellas que se refieren a disposiciones que no se encuentran vigentes o que han sido modificadas o derogadas por disposiciones posteriores, como al Estatuto Orgánico del Mercado Público de Valores, por ejemplo. Adicionalmente, es importante que las normas expedidas por la SFC y publicadas en su página web se actualicen permanentemente y reflejen la totalidad de las disposiciones vigentes que resulten aplicables al segundo mercado. De esta forma, tanto el empresario potencial emisor y el inversionista calificado pueden conocer claramente las reglas que los rigen en el marco de una emisión.

En cuanto a los aspectos sustanciales de la regulación, es importante revisar los estándares y requisitos de información y de control interno establecidos actualmente para las emisiones reali-

zadas en el segundo mercado, los cuales, como se mencionó, son prácticamente equivalentes a los establecidos para las emisiones del mercado principal. Ya que la mayoría de las PYMES no están en capacidad de cumplir con dichos estándares y que los costos derivados de su cumplimiento pueden hacer insostenible su participación en el segundo mercado, es indispensable revisar la normativa actual para establecer unos estándares que sí sean susceptibles de ser cumplidos por los emisores del segundo mercado y en los cuales se garantice la transparencia de la información y se tengan en cuenta las características especiales del emisor y el carácter profesional de los inversionistas que pueden adquirir los títulos en ese mercado.

La decisión de un empresario de acudir al mercado de valores dependerá de los costos directos asociados a la emisión y del tiempo que se requiere para su estructuración, colocación, mantenimiento y negociación en el mercado. Por esta razón, es fundamental que tanto la SFC como la BVC y Deceval establezcan mecanismos para hacer más competitiva la financiación del empresario a través del mercado de valores frente a las demás alternativas de financiación.

Entonces, es importante evaluar la posibilidad de reducir el valor de las cuotas de inscripción y sostenimiento para emisiones adelantadas por las PYMES, así como agilizar los plazos en los que se adelante el proceso de emisión y establecer ventajas análogas a las de los TES y otros títulos de deuda pública emitidos por el Estado¹⁴. Como las tres entidades principales (SFC, BVC y Deceval) involucradas en el proceso de emisión fijan directa y unilateralmente sus cuotas de inscripción y mantenimiento, para que el emisor tenga claridad acerca del costo del proceso, es importante contar con un instructivo que se actualice periódicamente, en cuya elaboración participen estas tres entidades y en el que se incluyan las tarifas que cada una de ellas cobrará durante el proceso.

Las normas que se expidan, además de fijar claramente las condiciones que rigen el segundo mercado, deben establecer incentivos concretos para atraer tanto a emisores como a inversionistas. La normativa colombiana, mucho antes de la expedición de

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

la resolución 400, estableció en virtud de la ley 6 de 1992 el derecho, en cabeza de las personas naturales, las sucesiones ilíquidas y las asignaciones y donaciones modales, de solicitar un descuento del 50% de la contribución a su cargo del respectivo año gravable, en tanto éstas inviertan el 15% de su renta gravable obtenida en el año inmediatamente anterior en acciones y bonos de sociedades cuyas acciones conformen el segundo mercado. Dicha disposición que aún se encuentra vigente y que está dirigida directamente a los inversionistas, debe ser reformulada pues en la mayoría de ellos no es aplicable el descuento, por ser principalmente personas jurídicas. Adicionalmente, los incentivos tributarios deben hacerse extensivos a los emisores.

Desde el punto de vista del papel del Estado en cuanto a la promoción del mercado de valores, el Plan Nacional de Desarrollo 2006-2010 incluyó en su artículo 152 disposiciones específicas para la promoción del mercado de valores y estableció que se diseñaría un programa para su profundización, como alternativa real de financiamiento de las empresas en el territorio nacional. Tal programa estaría a cargo del Ministerio de Comercio, Industria y Turismo y del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, quienes incentivarían la racionalización y simplificación de los trámites, los costos de acceso y los requisitos de información para participar como emisor en el mercado de valores y estimularía la cultura empresarial para la financiación y de las PYMES y MIPYMES. El desarrollo de estos objetivos se encuentra actualmente a cargo del consejo directivo del Programa para la Promoción del Mercado de Valores.

El establecimiento de dichas disposiciones en el Plan Nacional de Desarrollo es muy importante y para mantener la continuidad de los esfuerzos al respecto es deseable que sean incluidas como prioridad en el próximo plan de desarrollo y que formen parte de la política de Estado. Sin embargo, los esfuerzos normativos son insuficientes si no van acompañados de recursos y de actuaciones concretas gubernamentales para lograr los objetivos propuestos. El Estado debe contribuir al adelantamiento de programas que promocionen el mercado de valores, como el Programa Colombia Capital, y debe aportar recursos para la financiación del segundo mercado, bien a través de partidas del presupuesto, de fondos constituidos particularmente para tal fin o de descuentos tributarios establecidos para los participantes del segundo mercado.

D. Otras propuestas

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

V. CONCLUSIONES

La creación de un segundo mercado en Colombia se sustentó principalmente en la necesidad de que empresas como las PYMES tuvieran la oportunidad de acceder a recursos del público inversionista, sin tener que cumplir con todos los requisitos que el mercado principal les exige a los emisores de valores. Las disposiciones que la resolución 400 de 1995 ordenó para tal fin ya tienen una vigencia de quince años y no se ha materializado la expectativa del regulador del mercado de valores de ampliar la base de emisores para incluir PYMES. De acuerdo con la información que provee el Sistema Integral de Información del Mercado de Valores (SIMEV), las empresas a las cuales se les ha autorizado una emisión en el segundo mercado no encajan en la definición de PYME establecida en la normativa colombiana.

Las razones aducidas frente a tal circunstancia son diversas y desde el punto de vista de los pequeños y medianos empresarios se refieren principalmente a su desconocimiento del funcionamiento del segundo mercado, a la excesiva confianza en los mecanismos de financiación tradicionales que han utilizado siempre, al deseo de mantener una estructura cerrada de su propiedad, a la poca claridad en la regulación y a la falta de incentivos para que las PYMES se acerquen al mercado de valores.

Frente a dichas circunstancias, es indispensable que el emisor, el inversionista, el Estado y las entidades vinculadas al proceso de emisión adelanten distintas acciones, a las que se hizo referencia en el presente estudio. Todas estas actuaciones deben orientarse a un fin común: que las PYMES entiendan el funcionamiento

del segundo mercado y lo perciban como una alternativa real de financiación. De esta forma se lograría la vinculación del pequeño y mediano empresario al segundo mercado, lo que contribuiría a su mayor profundización y al desarrollo del sector real, con la ayuda de los recursos del público inversionista.

REFERENCIAS

- Autorregulador del Mercado de Valores (AMV) (2009). *ABC del inversionista*. Consultado el 7 de junio de 2010 en <http://www.grupobancolombia.com/home/saladeprensa/noticias/2009/pdf/ABCdelInversionista.pdf>.
- Autorregulador del Mercado de Valores (AMV) (s. f.). *La dinamización del mercado de valores en Colombia: Oferta y demanda*. Consultado el 7 de junio de 2010 en <http://www.amvcolombia.org.co/index.php?pag=home&id=35%7C92%7C0>.
- Bolsa de Valores de Colombia (BVC) (2010). *Cómo inscribirse en la Bolsa*. Consultado el 9 de julio de 2010 en <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Empresas/C%C3%B3mo+inscribirse+en+la+bolsa%3F>.
- Burghof, H., & Hunger, A. (2003). *Access to stock markets for small and medium-sized growth firms: The temporary success and ultimate failure of Germany's Neuer Markt*. Consultado el 3 de junio de 2010 en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=497404.
- Carmichael, J., & Pomerleano, M. (2002). *The development and regulation of non-bank financial institutions*. Washington D. C.: The World Bank.
- Circular Única de la BVC* (2010). Consultada el 6 de junio de 2010 en www.amvcolombia.org.co/.../Circular%20Unica%20BVC%20-%20Envio%20No.05%20-%20P.1%20a%202.doc.
- Convenio ATN/MT-9452-CO presupuesto modificado 2007* (2007). Consultado el 6 de junio de 2010 en <http://www.colombiacapital.com.co//mx2/administracion/contenido/editor/homeFiles/APORTES.pdf>.
- Decreto 2555 de 2010* (2010). Consultado el 6 de junio de 2010 en http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Regulacion/Mercado_de_Valores/Decretos?action=dummy.
- Depósito Centralizado de Valores (Deceval) (2010). Consultado el 10 de junio de 2010 en <http://www.deceval.com/servicios.html>.
- Doidge, C. A., Karolyi, G. A., & Stulz, R. M. (2007). *Has New York Become Less Competitive in Global Markets? Evaluating Foreign*

Listing Choices over Time. Consultado el 6 de junio de 2010 en <http://ssrn.com/abstract=982193>.

- Echeverry, J. C., Navas, V., & Gómez, M. P. (2008). *Promoviendo el desarrollo del mercado de capitales en Colombia. Hoja de ruta*. Consultado el 8 de junio de 2010 en http://brc.com.co/notasy analisis/Mercado%20de%20capitales%20en%20Colombia%20Hoja%20de%20Ruta%20BRC_Febrero_8.pdf.
- Fradique, C. (2008). *Guía del mercado de valores*. Bogotá: Banco Interamericano de Desarrollo-Colombia Capital. Consultado el 8 de junio de 2010 en http://www.valoresbancolombia.com/valores Bancolombia/formatosPDF/GuiaMercadoValores_Mayo2009.pdf.
- Hernández, I. (2008). *La competitividad e innovación de las pequeñas y medianas empresas (PYMES): una visión institucional desde la mesoeconomía*. Consultado el 3 de junio de 2010 en <http://www.docentes.unal.edu.co/idhernandezu/docs/Hernandez%20Competitividad%20y%20PYMES%20en%20Colombia.pdf>.
- Hernández, R. (2005). *AIM, Mercado financiero para los menos grandes*. Consultado el 1º de junio de 2010 en <http://www.elblogsalmon.com/mercados-financieros/aim-mercado-financiero-para-los-menos-grandes>.
- Ley 590 de 2000. Consultada el 2 de junio de 2010 en http://www.secretariassenado.gov.co/senado/basedoc/ley/2000/ley_0590_2000.html.
- Ley 905 de 2004. Consultada el 2 de junio de 2010 en http://www.secretariassenado.gov.co/senado/basedoc/ley/2004/ley_0905_2004.html.
- Ley 964 de 2005. Consultada el 2 de junio de 2010 en http://www.secretariassenado.gov.co/senado/basedoc/ley/2005/ley_0964_2005_pr002.html.
- Ley 1151 de 2007. Consultada el 2 de junio de 2010 en http://www.secretariassenado.gov.co/senado/basedoc/ley/2007/ley_1151_2007.html.
- Maya, G. (2005). *Alternativas de desarrollo empresarial para la pequeña y mediana empresa en Colombia. Un enfoque de desarrollo endógeno de cara a la globalización*. Consultado el 9 de junio de 2010 en <http://lanic.utexas.edu/pyme/esp/publicaciones/biblioteca/pdf/GMaya.PDF>.
- Ministerio de Comercio, Industria y Turismo (2003). *Política para el fomento del espíritu empresarial y la creación de empresas*.

- Consultado el 8 de junio de 2010 en <http://www.mincomercio.gov.co/econtent/documentos/mipymes/Policias/policy02.htm>.
- Pacheco, M. C. (2010). *Convenio ATN/MT-9452-CO. Informe semestral de progreso para el período julio-diciembre 2009 y plan de actividades para el semestre enero-junio de 2010*. Programa Colombia Capital.
- Pagano, M., Panetta, F., & Zingales, L. (1998). *Why do companies go public? An Empirical Analysis Journal of Finance*, 53. Consultado el 8 de junio de 2010 en <http://www.csef.it/pagano/jf-1998.pdf>.
- Programa Colombia Capital (2007). Consultado el 30 de junio de 2010 en <http://www.colombiacapital.com.co/mx2/mostrarpagina.jsp?codpage=11>.
- Resolución 400 de 1995. Consultada el 3 de junio de 2010 en <http://www.superfinanciera.gov.co/NormativaFinanciera/Paginas/resoluciones.htm>.
- Rincón, Y. (2008). *Novo Mercado y Bovespa Mais: Casos de éxito en Brasil*. Consultado el 3 de junio de 2010 en <http://www.capitales.com/rss/noticia.php?id=30954>.
- Rojas, N., & Uribe, M. (2001). *Regulación jurídica de la inversión extranjera de portafolio*. Tesis no publicada para optar por el título de Abogado, Universidad Javeriana, Bogotá, Colombia. Consultado el 12 de junio de 2010 en <http://www.javeriana.edu.co/biblos/tesis/derecho/dere2/Tesis40.pdf>.
- Roncallo, C. F. (2009). *Estrategias para estimular el mercado de capitales en Colombia como generador de riqueza*. Tesis no publicada para optar por el título de Administrador de Empresas, Universidad Javeriana, Bogotá, Colombia. Consultado el 8 de junio de 2010 en <http://javeriana.edu.co/biblos/tesis/economia/tesis52.pdf>.
- Sánchez, K. (2009). *La Bolsa Mexicana de Valores como fuente de financiamiento eficiente para las PYMES de México en la actualidad*. Consultado el 12 de junio de 2010 en: <http://kamirafinances.com/BMV.pdf>.
- Superintendencia Financiera de Colombia, SFC (2010). *Concepto número 2010020868-001*. Consultado el 8 de junio de 2010 en www.superfinanciera.gov.co/Normativa/Conceptos2010/2010020868.doc.

