

Impacto de la regulación en el comportamiento de la oferta pública de valores en Colombia*

CONSTANZA BLANCO BARÓN¹
constanza.blanco@uexternado.edu.co

Palabras clave: regulación de mercados financieros; mercado de valores; análisis económico de las normas.

"(U) no de los principales desafíos de la economía jurídica, para poder tener algo de credibilidad, y pretender participar en la tarea de analizar o promover cambios legislativos consiste en marginarse del evangelio de la eficiencia. (...) En los campos en donde no están completamente claros (los) objetivos (del derecho), porque se presentan notorias discrepancias en cuanto a los valores prioritarios, un papel modesto pero relevante del analista económico del derecho podría consistir, simplemente, en aportar elementos al debate para buscar salidas legales razonables, más que soluciones óptimas racionales".
(Rubio, 2007:278).

INTRODUCCIÓN

Desde hace más de una década se viene planteando de manera reiterada la necesidad de reformar el mercado de valores en Colombia, por varias razones entre las que se encuentran: los requerimientos relacionados con la inserción de la economía en un ámbito globalizado y con la prevención de

los efectos de crisis externas al exacerbarse el riesgo sistémico; la apertura de la cuenta de capitales y otras reformas atadas al cambio de modelo de desarrollo producido al comienzo de la década de los noventa; la presencia de inversionistas más sofisticados en el mercado local como los fondos de portafolio; la aparición de nuevos participantes como los intermediarios del mercado no bursátiles en operaciones por cuenta propia y el desarrollo de los mercados mostrador; la presencia creciente de una confluencia de riesgos entre los segmentos intermediado y desintermediado del mercado de capitales; la consolidación de una tendencia a elevar los estándares del mercado en lo que se refiere a información, negociación, compensación y liquidación de operaciones con valores, y la necesidad de generar canales de financiamiento al sector real alternativos al crédito bancario, entre otros.

Es así como la Misión de Estudios del Mercado de Capitales (FEDESARROLLO, Banco Mundial y MHCP, 1996), estableció la importancia del mercado de valores para el crecimiento económico, y determinó que era "recomendable y previsible que el mercado de instrumentos (lograra) competir

con los intermediarios (bancarios) como fuente de financiación para la inversión" (Misión, 1996: 26). Esto en el mismo sentido en que se manifestó diez años después el Gobierno nacional en la Exposición de Motivos de la Ley 964 de 2005 (CARRASQUILLA, 2004: 1).

De otro lado, más allá de la discusión de si el Estado debe intervenir o no en el mercado financiero parece estar la pregunta de cómo y hasta dónde debe realizarse esta intervención (STIGLITZ, 1998). Así, las razones de por qué es necesario regular el mercado financiero, quién debe encargarse, y cuáles deberían ser las estrategias a seguir, podrían responderse dentro de la teoría de corrección de fallas de mercado, la necesidad de proteger el mercado de conductas anticompetitivas, o asuntos relacionados con la justicia distributiva, la política social y el desarrollo, entre otros (BALDWIN, 1999: 9-33). En tal caso, parte importante de las reformas requeridas por el mercado de valores estarían asignadas al regulador, lo que es confirmado por las disposiciones constitucionales y legales al respecto.

De esta forma, la Misión identificó puntos concretos de una agenda para la reforma al mercado de valores, tendiente a "lograr un equilibrio entre mecanismos intermediados y no-intermediados" del mercado de capitales (Misión, 1996: 26), agenda que fue propuesta para ser desarrollada por los participantes privados y públicos del mercado, la cual fue parcialmente cumplida hasta principios de la siguiente década (BLANCO, 2003). Igualmente, la Superintendencia de Valores, antes de su fusión 'por absorción' por parte de la Superintendencia Bancaria en enero de 2006, desarrolló un plan estratégico por el cual se pretendía dotar de un marco institucional adecuado (en el sentido

de NORTH) al mercado de valores (BLANCO, 2007), basado en los principios de la Organización Internacional de Comisiones de Valores IOSCO (por su sigla en inglés).

Esta disposición del regulador habría llegado a su punto culminante con la expedición de la Ley 964 de 2005, Ley Marco del Mercado de Valores, que asumió los principios de protección de inversionistas, eficiencia y control del riesgo sistémico más un objetivo de desarrollo del mercado, pero al mismo tiempo habría dado pie a un cambio de enfoque de la regulación al establecer la fusión de los supervisores de los dos segmentos del mercado de capitales, el bancario y el de instrumentos, con lo que se le dio mayor preponderancia al control del riesgo sin diferenciar a los intermediarios bancarios de los no bancarios. De esta forma, la regulación del mercado en los dos años siguientes a la puesta en marcha de la fusión del supervisor del mercado financiero en la Superintendencia Financiera de Colombia, habría implicado un viraje hacia la *bancarización* de la regulación y supervisión del mercado de valores (BLANCO, 2007).

En este artículo pretendemos hacer una propuesta de análisis de la regulación del mercado dentro del contexto del Principio 2 de IOSCO de eficiencia de los mercados, especialmente en lo que concierne a su impacto sobre la oferta pública de colocación o venta de valores. En primer término, se hará una reflexión sobre el alcance de la regulación desde el punto de vista de la eficiencia; a continuación, se propondrá una evaluación del desarrollo de las ofertas públicas en el período 1990 a 2007, evaluando la posible incidencia del comportamiento de la economía en las decisiones de financiación por este conducto por parte de los agentes; en tercer término, se planteará un marco de

análisis del impacto de la regulación en el desarrollo de las ofertas públicas de colocación; a renglón seguido, se planteará alguna experiencia internacional en programas de promoción del mercado y por último, se pondrán algunas conclusiones.

1. EL PRINCIPIO DE EFICIENCIA DE LOS MERCADOS

El objetivo que tradicionalmente se establece del análisis económico de las normas, es verificar su eficiencia, en el sentido de establecer su contribución a la maximización de la riqueza (RUBIO, 2007: 259). En tal sentido, se considera que un mercado de valores eficiente será un canal adecuado para potencializar la agregación de valor en los procesos productivos, al permitir la asignación del ahorro de la economía a los mejores proyectos de inversión (SOLDEVILLA, 1990, 260-261).

En el análisis de un mercado eficiente se consideran dos elementos: información y reglas de juego (RUBIO, 1996: 1). La información suficiente y oportuna es necesaria para verificar las características de lo que se está intercambiando en el mercado. Las reglas de juego apropiadamente diseñadas permitirán disminuir los costos de transacción y por ende una mejor ejecución de los contratos. Contaríamos con un marco institucional en el que se estarían definiendo correctamente los derechos de propiedad, así como se estarían estableciendo mecanismos de cumplimiento (*enforcement*) de la regulación (RUBIO, 1996: 2-3).

De esta forma, un marco institucional adecuado será aquel en el que se determine en forma clara las reglas de juego formales e informales (según lo que plantea NORTH) que serán seguidas en la ejecución de las ac-

tividades, reglas que deberán ser conocidas y respetadas por los participantes y cuyo incumplimiento acarreará sanciones. Dichas reglas tendrán que definir convenientemente los derechos de propiedad, así como deberán propender por el cumplimiento de los contratos y acuerdos, al minimizarse los costos de transacción y solucionarse las asimetrías de información que existan entre los participantes.

En la construcción de tal marco institucional se puede seguir la propuesta de IOSCO, que propone al respecto

.... The fairness of the markets is closely linked to investor protection and, in particular, to the prevention of improper trading practices. ... In an efficient market, the dissemination of relevant information is timely and widespread and is reflected in the price formation process. Regulation should promote market efficiency.

De esta forma, un mercado "organizado, justo y transparente" será aquel que mejor protegerá a los inversionistas al proporcionar el ámbito para el desarrollo de la competencia en el mercado. Los emisores que divulguen en forma completa y oportuna el riesgo de los proyectos de inversión, traten en forma justa y equitativa a sus accionistas e inversionistas, y mantengan los más altos estándares contables y de auditoría (IOSCO, 2008), contarán con una base constante de inversionistas y por lo tanto de fuentes de financiación para sus proyectos.

Ahora bien, se puede preguntar acerca de cuáles proyectos serían los que tendrían viabilidad económica en un mercado eficiente. Estos serán aquellos en los que la rentabilidad de los proyectos que depende del flujo operativo de los emprendimientos

supere el promedio del costo de las fuentes de financiación, caso en el cual estarían agregando (maximizando) valor.

En tal sentido, habrá inversión nueva y los negocios crecerán más en los períodos de auge de la actividad económica, de manera que se podría suponer que el comportamiento de la economía tendría alguna incidencia en las decisiones de oferta pública de colocación de valores. Así, en las fases de crecimiento del ciclo económico se esperaría un comportamiento positivo de la oferta pública, en la medida en que el costo de esta fuente de financiamiento haga disminuir el costo de capital promedio ponderado de la financiación de los proyectos².

Desde luego, en estas decisiones también tendrán peso otras variables como pueden ser: el acceso a las fuentes de financiación, tanto del mercado como de otro origen (bancos, reinversión de utilidades, proveedores, etc.); la disponibilidad de otorgar garantías, y el conocimiento de las alternativas que ofrece el mercado de valores, entre otras. En este proceso jugará un papel preponderante la disponibilidad de incurrir en costos de entrega de información a los inversionistas, asunto que asume la regulación al establecer obligaciones a los emisores de proporcionar oportunamente información anual, trimestral e inmediata en el caso de información material³, y que de esta manera estaría solucionando la asimetría de información entre emisores e inversionistas.

De otro lado, con miras a lograr la eficiencia del mercado la regulación también asume temas como la divulgación de información *pre* y *post* *negocial* de las transacciones con valores, así como la suspensión de prácticas y conductas contra el mercado (IOSCO, 2003). Se pretendería garantizar así

la equivalencia de oportunidades a los actores del mercado y por ende la posibilidad de obtener oportunamente recursos para la financiación de la inversión.

Por último, un factor definitivo que podría estar incidiendo en la toma de las decisiones de emisión de valores podría ser que los inversionistas estén dispuestos a asumir el riesgo de los proyectos. Así, no bastaría con que la regulación ayudara imponiendo estándares adecuados de entrega de información al mercado y verificando su cumplimiento, ya que esto sería inocuo ante una escasez de recursos a canalizar por el mercado de valores, enfrentando a los emisores con poca demanda por los papeles.

En últimas, desde el regulador podrían plantearse dos preguntas: ¿basta con el criterio de eficiencia en el diseño de la regulación? Además, ¿cuál debe ser el alcance de la regulación?

Respecto de la primera pregunta, posiblemente la respuesta sea no. Si asociamos el concepto de regulación a reglas de juego formales encontramos que estas no bastarían para dirigir las conductas de los agentes en el desarrollo de sus actividades en el mercado tendientes a la maximización del valor de sus empresas, y que probablemente existan reglas informales, cuestiones que tienen más que ver con la cultura empresarial, que tengan más peso en las decisiones, y que eventualmente podrían 'enrarecer' el desarrollo adecuado de las actividades (RUBIO, 1996: 20-24). Así, un marco institucional adecuado debería tener como objetivo el desestimulo al oportunismo y a los comportamientos de *free riding*, lo cual probablemente no se obtenga mediante la regulación sino promoviendo la innovación, la formación de capital humano y la investigación.

Con relación a la segunda pregunta, una regulación dirigida solamente por criterios de eficiencia podría tomarse dentro de un carácter técnico-científico que obligaría a realizar en forma permanente y estricta una evaluación beneficio-costos del impacto de las normas para verificar el cumplimiento de los objetivos propuestos. Al respecto, la experiencia ha mostrado que un diseño de la regulación basado exclusivamente en variables cuantitativas no es la más apropiada, y que debe tenerse en cuenta tanto la experiencia previa como la razonabilidad de las normas (TAFARA, 2006).

... in gauging either regulatory risks, the efficient allocation of regulatory resources or the development of cost-justified regulations, we must be careful not to fall into the trap of believing that everything can be quantified. There are always important, even crucial, considerations that, unfortunately are not susceptible to being fully quantified, and thus necessitate the application of reasoned judgment. (TAFARA, 2006: 3).

De esta forma, es claro que el marco institucional que se proponga debe incluir en su diseño la consideración de la eficacia de las normas, esto es, de los efectos potenciales dentro de un objetivo general de desarrollo del mercado, que debería privilegiar la innovación, pero sin desconocer que la cuantificación debe ir acompañada de una evaluación cualitativa de la experiencia previa y de la verificación de la razonabilidad de las normas que se propongan.

En los anteriores planteamientos se está descontando el impacto de la realidad del conflicto interno colombiano, que en palabras de MELO (2003: 2) generaría una "percepción de que el riesgo político de tipo

estructural es considerable, (lo que) hace que la incertidumbre que afecte todas las decisiones de inversión se eleve en un orden de magnitud", con lo que evidentemente se está inhibiendo la competitividad de las empresas y poniendo freno a la formación de capital en la economía. Pero también hay un impacto potencial negativo de factores institucionales tales como, entre otros factores, la inestabilidad de las reglas de juego (MELO, 2003: 2), e igualmente del bajo desarrollo de los mercados financieros caracterizados por situaciones de escasez de crédito y alto costo del mismo (MELO, 2003: 2-3).

2. EL COMPORTAMIENTO DE LA OFERTA PÚBLICA PARA MERCADO PRIMARIO Y EL CICLO ECONÓMICO

Partiendo de la hipótesis de que los empresarios aumentarían su captación de recursos del mercado de valores en las fases de expansión del ciclo económico, se debe considerar el acceso y el costo de las diferentes fuentes de financiación que sería lo que en última instancia incidiría en las decisiones de inversión.

Según MELO (2003: 45), las tasas reales promedio por préstamos para capital de trabajo, pagadas por las empresas colombianas no financieras, estuvieron entre las más altas de un grupo de 15 países de América Latina en la década de los años 1990⁴. En tales condiciones, esto indicaría que eventualmente podrían haberse incrementado las solicitudes para obtener financiación a través del mercado de valores.

Una evaluación del comportamiento de las ofertas públicas en relación con la evolución de la economía en el período 1990 a 2007 no permite sin embargo constatar lo anterior. En dicho lapso, se puede identificar

situaciones de alzas y bajas alternadas del crecimiento del producto en períodos de cinco años, así como una fuerte caída en la formación de capital fijo de la economía en la segunda parte de los años 1990, seguidas por crecimientos de diversa magnitud entre 2000 y 2007, como se muestra a continuación:

Tabla 1. Crecimiento del PIB y de la inversión Colombia
Crecimiento del PIB América Latina, 1991 a 2007

AÑO	FIBKF* COLOMBIA	PIB COLOMBIA	PIB AMÉRICA LATINA
1991		2.0%	
1992		4.0%	
1993		5.4%	
1994		5.8%	
1995	6.1%	5.2%	3.5% **
1996	-12.0%	2.1%	
1997	-0.1%	3.4%	
1998	-6.3%	0.6%	
1999	-38.7%	-4.2%	
2000	12.3%	2.9%	
2001	1.9%	1.5%	4.2%
2002	9.9%	1.9%	-4.0%
2003	14.7%	3.9%	2.1%
2004	15.6%	4.9%	6.2%
2005	18.7%	4.7%	4.6%
2006	26.9%	6.8%	5.6%
2007	21.2%	7.5%	5.6% ***

* FIBKF Formación interna bruta de capital fijo. ** Promedio 1990-99; *** Preliminar

Fuente: Colombia: DANE; América Latina 1990-99: CEPAL, 2002; América Latina 2000-02: Herrera, 2006; América Latina 2003-07: CEPAL, 2007.

En el lapso comprendido entre 1990 y 1995, la economía colombiana creció probable-

mente impulsada por las reformas estructurales implantadas como consecuencia del cambio de modelo de desarrollo que propuso la apertura económica, y también, por una expansión notable del crédito que impulsó la demanda agregada. Esta fase fue seguida por una desaceleración de la economía, al desinflarse la burbuja en los precios de los activos reales y financieros, hasta culminar en la crisis financiera de finales de la década de los noventa. Es así como, la economía colombiana presentó una franca desaceleración desde 1998, que tuvo su peor momento en 1999 cuando el PIB cayó un 4.2%⁵, al paso que la inversión lo hacía en -38.7%.

Para principios del tercer milenio se evidenció una recuperación de la actividad económica hasta llegar a la mayor tasa de crecimiento desde 1978, con el 7.5% en 2007⁶, año en el que el indicador de inversión sobre el PIB fue del 27.8%, también el mayor desde 1995⁷. Esta fase podría haber terminado ante las señales de 'enfriamiento' de la economía que ya empiezan a manifestarse, que tienen su causa en diferentes razones como, en lo externo, posiblemente el efecto de la crisis de los créditos *subprime* y lo que Reina llama "el guayabo del endeudamiento"⁸, y en lo interno en el aumento del déficit del Gobierno central, entre otros.

En este contexto, las ofertas públicas tuvieron una dinámica creciente, tanto en número de emisiones aprobadas como en volumen en términos reales en la primera parte de los años 1990, al paso que presentaron desaceleración desde 1995, pero llama la atención que precisamente en 1999, año de la caída del PIB del 4.2%, las ofertas públicas tuvieron un crecimiento real del volumen del 80%. Para la presente década, el comportamiento de las ofertas públicas ha

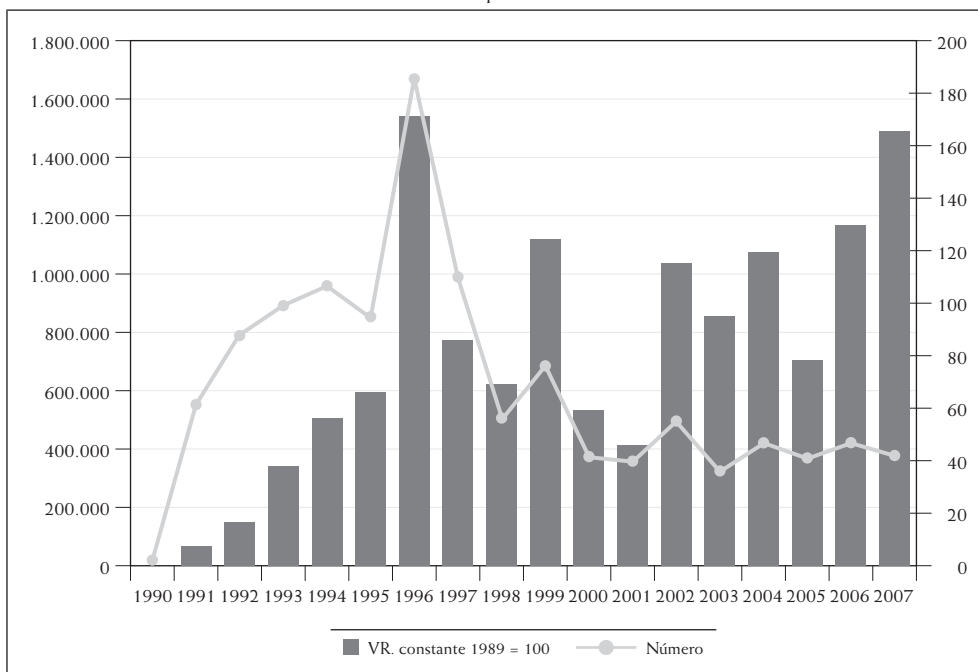
sido irregular, con tasas de variación disímiles, que van en un rango de 153% en 2001 a -18% en 2002 (en términos reales de volumen), frente a crecimiento constante tanto de la inversión como del producto en este período, así como sin presentar variaciones significativas en relación con el número de emisiones aprobadas.

Lo anterior mostraría a primera vista, que en el largo plazo no parecería haber una relación directa entre el comportamiento de las ofertas públicas de colocación y el ciclo económico, como en principio se había planteado. Es más, de la evaluación realizada se puede decir que si bien la evolución de las ofertas públicas estaría inversamente relacionada con el de la economía en el largo

plazo, el coeficiente de correlación resultó siendo muy bajo: de solamente -15%. Esto significaría que en el largo plazo el comportamiento del PIB habría explicado en una muy baja proporción la evolución de las ofertas públicas en términos reales en el período 1990-2007. (Gráfico 1).

Es posible suponer que tal incidencia podría aumentar si se hace la consideración de una relación directa entre el comportamiento de la economía con el de las ofertas públicas en el período siguiente, y para corroborarlo, se rezagó en un año la variación real de las ofertas aprobadas frente al crecimiento del PIB. En este caso, el índice de correlación entre las dos variables no solamente se tornó positivo, sino

Gráfico 1. Ofertas públicas aprobadas, 1990-2007
Monto en millones de pesos constantes de 1989



Serie nominal no incluye: 1996 bonos ordinarios TABLEMAC por \$10.000.000 millones; 2007 acciones ordinarias ECO-PETROL por \$12.734.700 millones.

Fuente: www.superfinanciera.gov.co. IPC: DANE.

que aumentó al 21%, indicando que en el largo plazo el comportamiento previo de la economía sería un determinante, aunque de todas maneras aún poco significativo, en las decisiones de emisión de papeles en el mercado público por parte de los agentes en el período siguiente.

Ahora bien, si se compara el crecimiento de las ofertas públicas autorizadas, rezagada un año, con la variación de la inversión para el período 1995 a 2007, se encuentra que la relación entre las dos series es po-

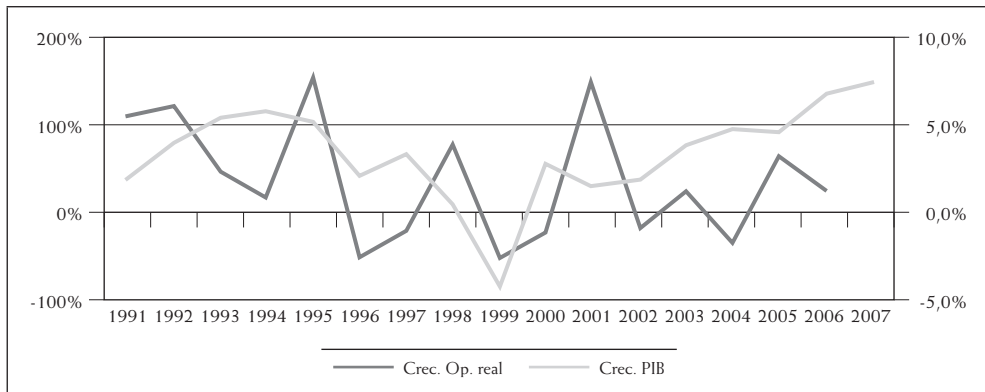
sitiva, pero no se evidencia una variación sustancial en el índice de correlación entre la evolución de las ofertas públicas y el del PIB, y la evolución de las ofertas públicas y la inversión. Mientras que en el primer caso tal correlación fue del 26%, en el segundo resultó siendo del 25%.

Es de anotar que el indicador Inversión/ PIB fue en promedio del 18.7% en el período 1995 a 2007, con un máximo del 27.8% en 2007 y un mínimo de 12.7% en 1999. (Gráfico 2).

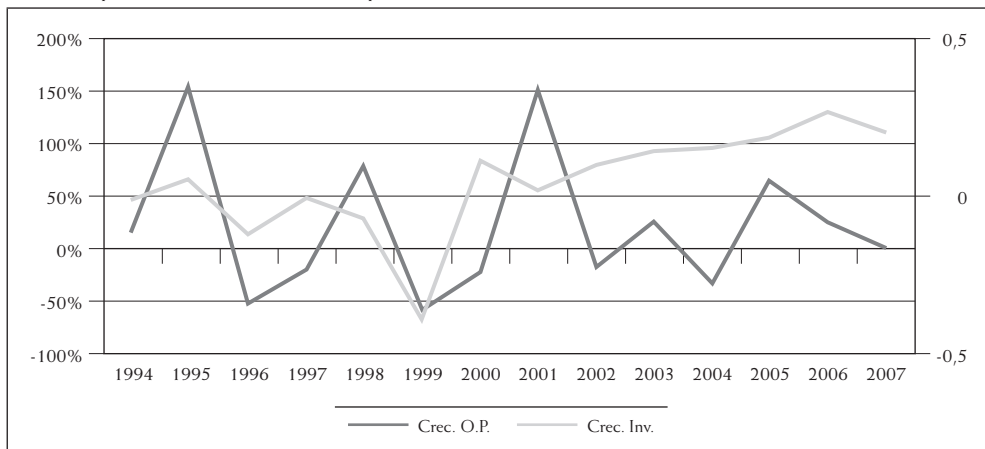
Gráfico 2. Crecimiento de las ofertas públicas* vs Crecimiento del PIB y de la inversión

PIB: período 1990-2007

Ofertas públicas en valor constante 1989 = 100



Inversión: período 1994-2007 Ofertas públicas en valor constante 1989 = 100



*Ofertas públicas en valor constante, datos rezagados un período (un año).

Fuente: Ofertas Públicas: Superintendencia Financiera; Deflactor IPC: DANE; PIB: DANE.

Para verificar si esta baja correlación se presentaba también en el corto plazo, se realizó un análisis de las variaciones del volumen emitido en oferta pública, en términos reales y rezagada un año, frente a la tasa de crecimiento del PIB, para los períodos 1990-94, 1995-99 y 2000-04. En este caso la ausencia de relación directa de las variables crecimiento de la oferta pública real y aumento del PIB se repitió en dos de los tres períodos quinquenales analizados, pero se incrementó en todos los casos y en forma sustancial el coeficiente de correlación.

Así, se encontró que solamente para el período 1995 a 1999 fue directa la relación entre la tasa de cambio de las ofertas públicas aprobadas en términos reales, rezagada un año y el crecimiento del PIB, al paso que en los otros períodos, 1990 a 1994 y 2000 a 2004 se encontró una relación inversa entre las dos variables.

2.1. Etapa 1990-1995: Ajuste a las Reformas Estructurales

Este período se inició con las modificaciones al sector financiero, producto de la expedición de la Constitución de 1991 y las reformas estructurales⁹ derivadas del cambio de modelo que dio paso a una economía abierta, y terminó al iniciarse la fase de desaceleración del ciclo económico en 1995.

En este lapso fueron introducidos al mercado de valores, instrumentos novedosos como las acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto (clase B), y se activó la de los bonos obligatoriamente convertibles en acciones (MISIÓN, 1995: 53). Sin embargo, el desarrollo del mercado se vio limitado por factores como la alta concentración de la propiedad; el temor de los accionistas mayoritarios a perder el control

de sus empresas; la prevención frente a la posibilidad de entrada de "capitales desconocidos"; la existencia de trámites engorrosos para la realización de las emisiones que hacía más costosa la financiación por bonos si se le comparaba con el crédito bancario, o la "carencia de promoción del mercado" (MISIÓN, 1995: 58-61).

Entre 1990 y 1994 la tendencia del volumen real autorizado de oferta pública en mercado primario fue contraria a la de las tasas de variación en el PIB. Así, las ofertas públicas de colocación presentaron una tendencia de aumento, especialmente de papeles tradicionales como acciones y bonos (MISIÓN, 1995: 61), aunque en forma decreciente en términos reales hasta 1995 inclusive, al paso que la economía se caracterizó por una fase de expansión presentando tasas crecientes para el PIB entre el 2.0% en 1991 y el 5.8% en 1995.

Es de anotar que el coeficiente de correlación de la serie de volumen de ofertas públicas autorizadas, rezagada un año, en relación con el crecimiento del PIB, fue bastante significativo: -82%.

2.2. Etapa 1996-2000: Ajuste a las recomendaciones de la Misión del Mercado de Capitales

A partir de las recomendaciones entregadas por la Misión de Estudios del Mercado de Capitales se inició en Colombia una fase de reformas institucionales al mercado de valores, que presumiblemente terminó a principios de la siguiente década.

En este período, el año 1996 puede catalogarse como extraordinario en materia de ofertas aprobadas, con un incremento real del 156% en relación con el año anterior, marcado por una significativa presencia de

los bonos financieros. Es de recordar que 1995 fue el año de mayor crecimiento de la década de los noventa, con el 5.8% anual.

Sin embargo, a partir de allí y en estrecha relación con el período de ajuste de la actividad económica, se presentó un decrecimiento real de las ofertas aprobadas hasta el final de los años 1990. Esto excepto en 1999, cuando a pesar de la caída del producto (- 4.2%), que fue la única en todo el período analizado, se mostró un aumento del volumen real de ofertas públicas aprobadas del 80%.

Es de anotar que una evaluación hecha a las formas de financiación de la actividad del sector real en este período, arrojó que las firmas no habían modificado su estructura de financiamiento con relación a la del quinquenio anterior (ARBELÁEZ, et. al, 2002: 63). De esta forma, las mayores fuentes de recursos para las firmas al finalizar el período 1995-1999 fueron el crédito bancario, la reinversión de utilidades y otras opciones como los proveedores y las fuentes extrabancarias (ARBELÁEZ, et. al, 2002: 63-64). Según estas autoras (2002: 64), los empresarios manifestaron en tal oportunidad que escogían sus fuentes de financiación con base en criterios de costo (especialmente las empresas grandes) y de acceso (las empresas pequeñas).

Respecto de la utilización de mecanismos de mercado como alternativa de obtención de recursos la situación pareció no haber cambiado en el período 1995-1999 en relación con el anterior. De esta forma, las empresas no estaban inscritas a cotización bursátil en razón a que sus accionistas no querían perder el control, así como consideraban inconveniente hacer pública la información de las compañías por razones de seguridad (empresas medianas), o por falta

de conocimiento del mercado de valores como alternativa de financiación (empresas pequeñas). Igualmente, la emisión de bonos convertibles en acciones no era una fuente significativa de financiamiento dado su costo mayor al del crédito bancario, por la falta de demanda y por el desconocimiento del producto (ARBELÁEZ, et. al, 2002: 67). En cuanto a los bonos ordinarios, no eran emitidos por las empresas medianas y pequeñas dado su costo mayor frente al crédito bancario, la falta de demanda y el exceso de requisitos (ARBELÁEZ, et. al, 2002: 67).

Este período es el único de los estudiados en que, tanto el comportamiento de las ofertas públicas, rezagada un año, como el del PIB, tienen la misma tendencia (negativa). Esto junto con una correlación mediana, de cerca del 57%, indicando alguna influencia del comportamiento de la actividad económica sobre las autorizaciones de oferta pública del año siguiente en el lapso comprendido entre 1996 y 2000, aunque menor que la del período 1990 a 1995.

2.3. Etapa 2001-2005: Ajuste a los estándares de los mercados internacionales

Al iniciarse el tercer milenio, la extinta Superintendencia de Valores propuso la ejecución de un plan estratégico que tuvo como objetivo adaptar el marco institucional del mercado colombiano a los estándares internacionales¹⁰, ajustando al efecto la regulación a una de tipo funcional, esto es, por actividades relevantes, y que giraba en torno a los principios de regulación de la IOSCO y en particular a la protección de los inversionistas. El propósito era proveer al mercado de valores un marco institucional adecuado para su desarrollo, y parte importante de la estrategia fue proponer

un proyecto de ley (el 108 de 2001 de la Cámara de Representantes), en el que se desvinculaba la regulación del mercado de la regulación financiera, se establecía un régimen inicial para sociedades cotizadas, y se desarrollaba un régimen de protección administrativa, 'civil' y penal del mercado, entre otras reformas.

Es de anotar que la anterior tendencia habría finalizado paradójicamente con la expedición de la Ley 964 de 2005 que entre otras cosas dispuso la fusión de las superintendencias Bancaria y de Valores dando paso a la Superintendencia Financiera de Colombia, al enfatizar en la *bancarización* del mercado (BLANCO, 2007).

Para los años 2001 y 2005, inclusive, si bien se inició la fase de recuperación de la economía, con tasas de crecimiento entre el 1.5% en 2001 y el 4.9% en 2004, las ofertas públicas autorizadas presentaron disminuciones tanto en número como en valor en términos reales, en 2001, 2003 y 2005, al paso que se recuperaron en ambos ítems solamente en dos años, 2002 y 2004.

En este período se observó de nuevo una tendencia contraria entre el comportamiento del volumen de oferta pública, rezagado un año, y la variación del PIB. Sin embargo, la correlación entre las dos series continuó arrojando un resultado medianamente significativo, del 58%.

Respecto del volumen de ofertas públicas aprobadas, en la parte inicial de la primera década del tercer milenio, al parecer persistían las limitaciones estructurales al desarrollo del mercado de valores ya identificadas diez años atrás. En efecto, Colombia presentó una baja demanda por financiación de las empresas a partir de instrumentos de mercado (FEDESARROLLO, 2004: 253), tales como acciones o bonos. En el primer caso, según MELO (2003:

49), quien cita los resultados de una encuesta realizada para la medición del Índice de Competitividad Global-ICG 2001-2002¹¹, la dificultad de acceso de los empresarios colombianos a recursos de largo plazo hizo que el país se ubicara en el puesto 60 entre 80 países en lo que se refiere a obtención de recursos mediante acciones, y en el puesto 45 en lo atinente a bonos.

Al mismo tiempo Colombia evidencia una participación mínima en el volumen transado mundial, y una muy baja profundidad de las negociaciones en relación con el PIB si se le compara con la de otros países de la región (FEDESARROLLO, 2004: 236-237). Igualmente, aunque con un número similar de empresas cotizadas frente a otros países latinoamericanos, el mercado colombiano se caracterizó por tener compañías de tamaños reducidos, así como una alta concentración del mercado en pocas empresas con negociación bursátil, y un número de papeles transados inferior al promedio de la región (FEDESARROLLO, 2004: 242-243). Por último, fue notoria la pérdida de participación de las negociaciones con acciones en relación con los papeles de deuda, de manera que las primeras pasaron a representar menos del 5% del mercado total que se efectuó por bolsa de valores (FEDESARROLLO, 2004: 252).

2.4. Etapa 2006-2007: Ajuste a la fusión del supervisor financiero

El actual período se inició con la fusión del ente supervisor del mercado de valores con el supervisor bancario, enfatizando una tendencia hacia la *bancarización* de la regulación del mercado (BLANCO, 2007), como ya se comentó. De esta forma, tanto la regulación como la supervisión presentaron una notable orientación hacia el control y preven-

ción de la eventualidad de crisis sistémicas, dejando aparentemente en segundo plano, sin desconocerlo por supuesto, los objetivos de protección de los inversionistas, eficiencia del mercado y desarrollo del mismo.

Al inicio de este período, el financiamiento de la economía se dio principalmente por los canales bancarios, sin que se hubiera logrado consolidar al mercado de valores como fuente importante de recursos (CARRASQUILLA, 2004: 2). Así, solamente las empresas de mayor tamaño emitían bonos, acciones y papeles comerciales, aunque obtenían por esta vía solamente una mínima parte de su financiación haciendo más difícil su posición competitiva del sector real frente a los mercados internacionales (CARRASQUILLA, 2004: 2-3).

Es de anotar que entre 1995 y 2002 la financiación bancaria prácticamente duplicó la capitalización bursátil, y si bien en

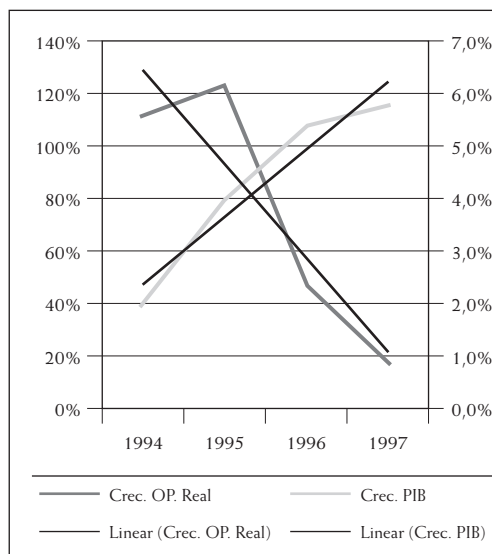
2003 disminuyó la brecha entre estas dos variables, el valor de los créditos bancarios fue significativamente mayor que el de las empresas en bolsa (CARRASQUILLA, 2004: 2-3).

En este contexto, es notable la recuperación del volumen de las ofertas autorizadas en 2006 y 2007, además con un significativo aumento promedio en el valor de las ofertas, especialmente en el caso de los bonos ordinarios. En otras palabras, lo que se encuentra es la presencia de grandes emisiones realizadas por compañías de gran tamaño, confirmando lo planteado en la exposición de motivos de la que después fue la Ley 964 de 2005 o Ley Marco del Mercado de Valores.

Se debe recordar que este bienio estuvo marcado por las mayores tasas de crecimiento del producto en todo el período analizado (6.8% en 2006 y 7.5% en 2007).

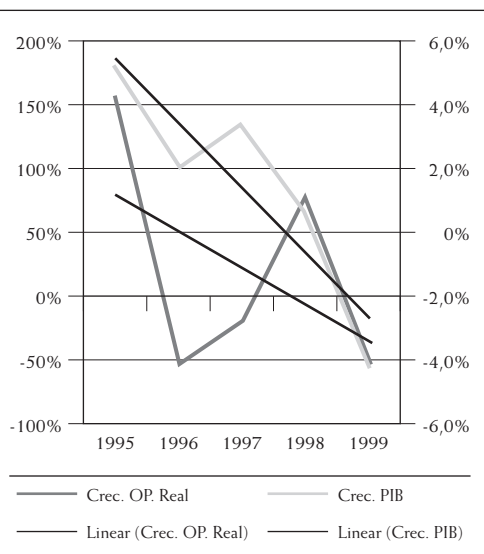
Gráfica 3. Crecimiento de las ofertas públicas* vs Crecimiento del PIB, 1990-2007

GRÁFICA 3.1. PERÍODO 1990-1994



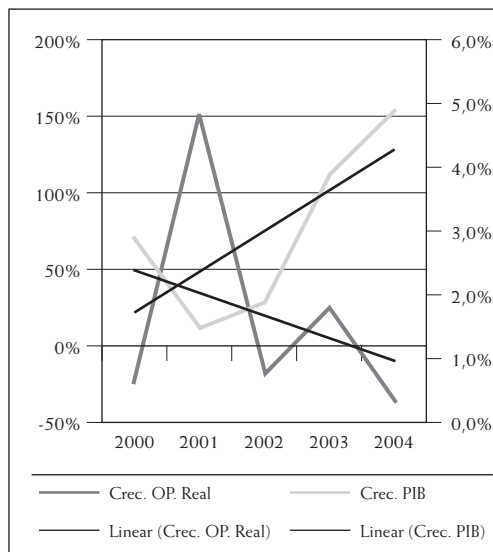
Media PIB 4%, OP Real 75%, varianza OP Real 26%, correlación: -82.4%

GRÁFICA 3.2. PERÍODO 1995-1999

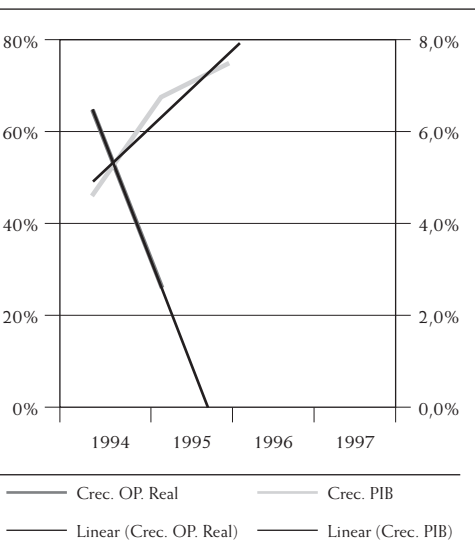


Media PIB 1%, OP Real 23%, varianza PIB Real 84%, correlación 56.9%

GRÁFICA 3.3. PERÍODO 2000-2004



GRÁFICA 3.4. PERÍODO 2005-2007



Media PIB 3%, OP Real 21%; varianza OP Real 60%; correlación: -57.7%

Media PIB, OP Real ; varianza OP Real; correlación

*Ofertas públicas en valor constante, datos rezagados un período (un año).

Fuente: Ofertas Públicas: Superintendencia Financiera; Deflactor IPC: DANE; PIB: DANE.

2.5. Conclusiones parciales

El comportamiento de la actividad económica representada por el crecimiento del PIB y la evolución de la inversión, parecería en principio tener una baja incidencia en las decisiones de emisión de valores en el mercado público, especialmente en el largo plazo. Aunque tal correlación aumentaría en el corto plazo, el comportamiento de los emisores estaría influenciado por otros factores, tales como: el temor a la pérdida de control de las compañías; el costo relativo de la emisión de papeles de deuda frente al crédito bancario; el bajo acceso a los mecanismos de financiación provistos por el mercado de valores; la presencia de trámites engorrosos; el desconocimiento de las opciones de obtención de recursos por el mercado o una falta de promoción del

mismo, y posiblemente la falta de interés de los inversionistas.

3. EL EFECTO DE LOS CAMBIOS REGULATORIOS SOBRE LAS OFERTAS PÚBLICAS

La normatividad podría mejorar el ámbito de actuación de los agentes al facilitar eventualmente los procesos y dotar al mercado de nuevos instrumentos más acordes con las necesidades de financiamiento de los actores económicos. La regulación podría establecer un régimen apropiado de incentivos que estimule las conductas adecuadas al paso que sanciona las actuaciones contra el mercado, con efectos positivos sobre la confianza de los inversionistas. En tal sentido, la disminución de costos de transacción y/o el aumento en los beneficios esperados

de los procesos de emisión tendrían previsiblemente un efecto positivo en el comportamiento de la oferta pública de papeles.

Si bien la regulación del mercado de valores en Colombia ha tenido modificaciones importantes en el período analizado, parece no haberse presentado cambios significativos en lo atinente a oferta pública¹². No obstante, sí habría habido un aumento de los costos relacionados con las emisiones en tanto se habrían 'endurecido' las obligaciones de información al mercado que son propias de los emisores de valores, como es el caso de los ajustes producidos tanto a la definición y obligaciones relacionadas con la información eventual (relevante)¹³, como a las derivadas de los requerimientos

en torno al buen gobierno corporativo¹⁴, entre otras.

Es así como el mercado ha sufrido algunos cambios que podrían haber mejorado los estándares para la negociación de los papeles, la participación de los inversionistas y el desarrollo de la negociación, compensación y liquidación de las operaciones. En general, se encuentra que tales modificaciones habrían tenido efecto en el comportamiento de las ofertas públicas, en la mayoría de los casos en forma puntual. Algunos ejemplos son: las modificaciones introducidas en los casos de bonos ordinarios incluyendo los bonos financieros (emitidos por entidades vigiladas por la Superintendencia Bancaria, hoy Financiera de Colombia), papeles co-

Tabla 2. Cambios relevantes al marco institucional de la oferta pública de colocación (de venta), período 1990-2007

NORMA	CONTENIDO
Ley 27 de 1990	Acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto, o acciones preferenciales (clase B) ¹⁵
Res. 645 de 1992 1394 de 1993, 1032 de 1994 y 400 de 1995 Sala General	Titularización de activos ¹⁶
Resolución 400 de 1995 Única de la Sala General	Compila normas expedidas previamente por la Sala General de la Superintendencia de Valores: oferta pública e inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios ¹⁷ ; régimen de titularización; inscripción anticipada programas de emisión, entre otros
Res. 761 de 1995, 1275 de 1997 y 333 de 2000 Sala Gral. Ley 964 de 2005. Dec. 3139 de 2006	Requisitos de inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios; obligaciones de información derivadas del Registro
Resolución 838 de 1998, y 71 y 449 de 2001 Sala General	Papeles comerciales
Ley 546/99 de Financiam. Hipotecario. Res. 89 y 154/00 bonos hipotecar. Res. 775/01 tít. hipotecar	Titularización hipotecaria a través de sociedad titularizadora; títulos hipotecarios (universalidades); bonos hipotecarios
Res. 704/99 Sala General	Ofertas públicas de democratización
Res. 822-1/99 Sala General	Titularización de subyacentes agropecuarios o agroindustriales.

NORMA	CONTENIDO
Resoluciones 207-1 2000 y 1941/06 Sala General	Oferta pública para segundo mercado
Res. 334/00 y 135/01 Sala General	Emisión de bonos en oferta pública ¹⁸ ; emisiones sindicadas de bonos por parte de un número plural de entidades
Res. 275 de 2001 Superinten. de Valores	Desarrollo del buen gobierno corporativo para los emisores de valores.
Resolución 803 de 2001	Contratos de liquidez ¹⁹
Resolución 932 de 2001; Decreto 3139 de 2006	Definición de información relevante; obligaciones de los emisores con el Registro Nacional de Valores y Emisores
Resolución 775 de 2002 de la Super. de Valores	Emisión de títulos hipotecarios, utilización de universalidades y sociedades titularizadoras
Decreto 3780 de 2007	Colocación de acciones mediante libro de órdenes

Fuente: Régimen del Mercado Público de Valores de la Superintendencia de Valores. Página de la Superintendencia Financiera de Colombia www.superfinanciera.gov.co

merciales y titularización en general, y la agropecuaria e hipotecaria en particular, y la regulación de las ofertas públicas de democratización que impulsó en su momento la emisión de acciones privilegiadas, entre otros.

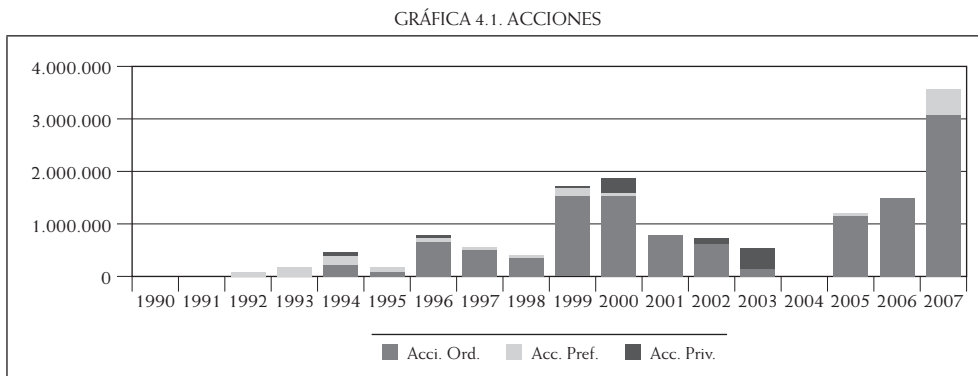
En el anterior contexto, se presenta un análisis de los principales cambios en la regulación del mercado de valores en general, con algún énfasis en las que podrían haber

influenciado a las ofertas públicas en particular, para los períodos 1990-1995, 1996-2000, 2000-2005 y 2005-2007.

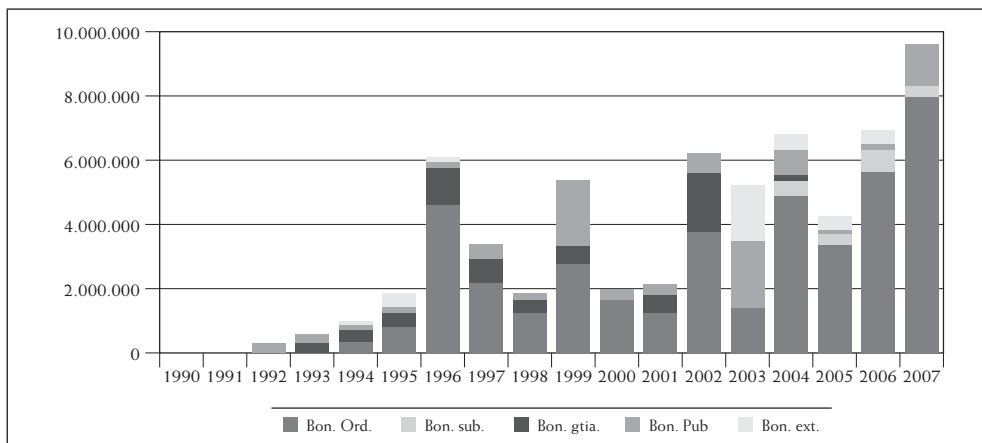
3.1. Etapa 1990-1995: Ajuste a la Constitución de 1991

Durante la primera parte de la década de los noventa, se presentó una significativa producción de leyes y normas que regula-

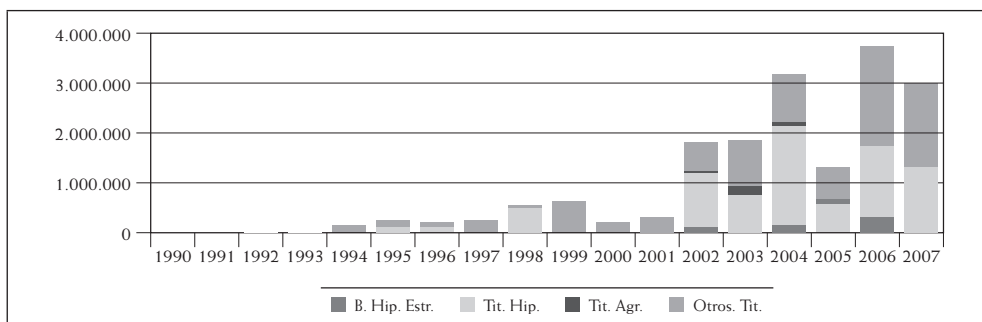
Gráfica 4. Ofertas públicas autorizadas, 1990-2007



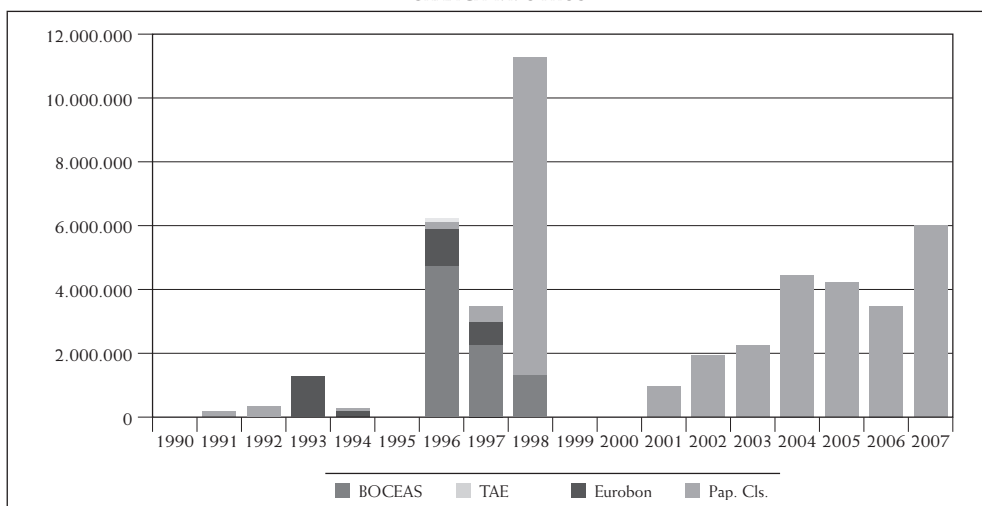
GRÁFICA 4.2. BONOS



GRÁFICA 4.3. TITULARIZACIÓN Y BONOS HIPOTECARIOS EST.



GRÁFICA 4.4. OTROS



Cifras en millones de pesos corrientes.

Fuente: Elaboración propia con base en Superintendencia Financiera de Colombia.

ron diversos ámbitos, como resultado de la necesidad de introducir ajustes al marco regulatorio del sector ante la expedición de la Constitución de 1991. Se resaltan las siguientes:

- Ley 27 de 1990: Dentro de las innovaciones más importantes contenidas en esta ley estuvo la creación de las acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto, con el propósito de promover la capitalización de las compañías sin que sus dueños perdieran el control. Igualmente, esta ley dio paso a la creación de sociedades administradoras de depósitos centralizados de valores, y estableció las características del contrato de depósito, así como algunos otros aspectos que fueron definitivos para el desarrollo posterior de los sistemas de compensación y liquidación²⁰.
- Ley 45 de 1990 de Reforma Financiera: en general, estableció en Colombia la banca universal a través de filiales al permitir la realización de actividades no bancarias por parte de los establecimientos de crédito a través de sociedades de servicios financieros y de las sociedades comisionistas de bolsa (art. 1.º). Además, estableció las actividades que podrían desarrollar estos intermediarios del mercado, además de la ejecución del contrato de comisión (art. 7.º).
- Ley 50 de 1991 de Reforma Laboral: eliminó la retroactividad de las cesantías al tiempo que creó los fondos privados de cesantías. Aunque no en las mismas cuantías que los fondos de pensiones privados, estos fondos constituyeron una importante fuente de liquidez para el mercado de valores.
- Decreto 2739 de 1991: adecuó la estructura de la antigua Comisión Nacional de Valores a la disposición de la Constitución Política que estableció a la Superintendencia de Valores.
- Ley 35 de 1993 Marco del Sector Financiero: estableció los criterios de intervención del Gobierno Nacional en el mercado de valores (art. 4.º), y determinó que en este caso dicha intervención sería ejercida por conducto de la Sala General de la Superintendencia de Valores (art. 33)²¹.
- Ley 100 de 1993 de Previsión Social: creó el sistema pensional de capitalización individual en fondos de pensiones privados. Estos fondos constituyeron la mayor fuente de liquidez para el mercado de valores.
- Decreto 653 de 1993 Estatuto Orgánico del Mercado Público de Valores: recopiló las normas del mercado de valores. Este estatuto fue declarado inexecutable por la Corte Constitucional, que sin embargo mantuvo la vigencia de las denominadas normas de origen²².
- Resolución 400 Única de 1995 de la Sala General: desarrolló lo establecido en la Ley 32 de 1979 en temas como la definición de oferta pública de valores y recopiló las normas relativas a la emisión de diferentes documentos, entre ellos los provenientes de procesos de titularización. Igualmente, desarrolló lo relativo al registro de valores para realizar oferta pública en primario y/o para negociar valores en el mercado secundario, y en el primer caso incluyó la inscripción anticipada de programa de emisión. Por último, reguló lo concerniente a la oferta de papeles en el

exterior, en forma exclusiva o simultánea con el mercado doméstico.

- Resolución 1200 de 1995 Única del Superintendente de Valores: estableció competencias al Superintendente de Valores en temas de supervisión, pero también de regulación, tanto *con* cómo *sin* concepto previo de la Sala General.

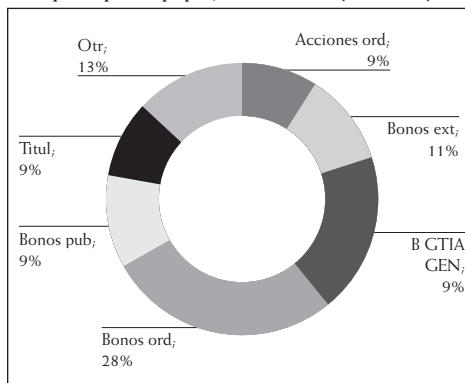
En el período 1991-1995 (inclusive) se observó una tendencia creciente y sostenida de las ofertas públicas aprobadas. En este período, si bien las acciones ordinarias fueron los papeles más emitidos al principio de la década, los valores preferidos por los emisores fueron los bonos ordinarios del sector real (28% de las ofertas), seguidos por los bonos de garantía general de las corporaciones financieras (19%), los bonos públicos (11%), y los bonos en el exterior (11%). Respecto de los papeles comerciales, tuvieron un repunte en 1991 y 1992, para luego desaparecer.

De otro lado, se presentó en forma reducida la emisión de algunos instrumentos nuevos en el mercado, tales como eurobonos y títulos de apoyo educativo en cuantías relativamente poco significativas frente a las ofertas mencionadas.

De otro lado, respecto de la emisión de acciones, se resalta la colocación de ADR y GDR en el mercado internacional, por parte de nueve emisores colombianos. Estas colocaciones dejaron de hacerse a mediados de la década, coincidiendo con la crisis mexicana y con el inicio de la fase de desaceleración del ciclo económico en Colombia²³.

Por último, en 1993 se inició en firme la emisión de titularizaciones, que al final del quinquenio representaron el 9% de las emisiones totales autorizadas en el período. Gran parte de los procesos de titularización

Gráfico 5. Volumen de ofertas públicas aprobadas por tipo de papel, 1991-1995 (inclusive)



No incluye emisiones en el exterior de ADRS y GDRS. No incluye TES.

* Otros incluye: Acciones preferenciales, acciones privilegiadas, BOCEAS, eurobonos, TAE y papeles comerciales. Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia

aprobados entre 1993 y 1995 correspondió a subyacentes hipotecarios.

3.2. Etapa 1995-2000: Ajuste a las recomendaciones de la Misión del Mercado de Capitales

Como parte de las recomendaciones efectuadas por la Misión, fueron expedidas una serie de normas que regularon las actividades del mercado, entre las que se encuentran como más significativas las siguientes:

- Resoluciones 529 de 1996, 364, 654 y 1280 de 1997, 1062, 1063 y 1414 de 1998, y 208 de 1999 de la Sala General: desarrollaron la regulación para sociedades calificadoras de valores siguiendo los parámetros de los mercados internacionales. Es así como se autorizó tal actividad a personas jurídicas vigiladas por la Superintendencia de Valores, e igualmente se definió la obligatoriedad de calificación de determinados papeles,

como es el caso de los bonos emitidos por entidades diferentes a los establecimientos de crédito, los emitidos en procesos de titularización, y los papeles comerciales excepto los emitidos por el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras FOGAFIN, entre otros aspectos²⁴.

- Resoluciones 1203 a 1206 de 1996: se modificó el ámbito de la intermediación de valores ajustándolo a conceptos económicos (actividad de acercamiento de la oferta y demanda de valores), al tiempo que se definió los tipos de intermediación y a los intermediarios de valores, que podrían realizar operaciones por cuenta propia o ajena²⁵, en el mercado bursátil o en el mercado mostrador, en mercado primario o secundario. Igualmente, se ajustó la norma que regulaba los sistemas centralizados de información para transacciones, impulsando el desarrollo de los sistemas electrónicos de negociación extrabursátiles²⁶.
- Decreto 1638 de 1996: permitió a los bancos y corporaciones financieras a realizar posturas en firme de títulos de la tesorería, por cuenta propia, constituyendo el Programa de Creadores de Mercado de TES. La organización de este Programa fue una de las experiencias exitosas derivadas de las recomendaciones de la Misión. La Dirección General de Crédito Público estableció una serie de requisitos que debían ser cumplidos por bancos, corporaciones financieras y comisionistas de bolsa, en términos de acreditación de capital y calificación de riesgo, además del cumplimiento de obligaciones de participación en las subastas de los títulos de deuda pública, a fin de ser catalogados como creadores

de mercado de TES, o aspirantes a creadores de mercado²⁷.

- Resolución 704 de 1999 de la Sala General: fueron instituidas las ofertas públicas de democratización con el fin de otorgar al mercado una posibilidad de enajenar el control de las entidades al paso que se democratizaba la propiedad, mediante la vinculación de un número significativo de accionistas minoritarios. En tal sentido, se estableció que serían consideradas como ofertas públicas de democratización aquellas en las que se enajenara una parte o la totalidad del capital accionario, mediante la utilización de procedimientos en los que hubiera una amplia publicidad, así como la utilización de las redes bancarias²⁸.
- Resolución 822-1 de 1999 de la Sala General: la titularización agropecuaria constituyó otro de los instrumentos novedosos de este período. Fue desarrollado a partir de las necesidades de financiamiento del sector agropecuario y agroindustrial, mediante la posibilidad de titularizar diversos activos del sector, como ganado de cría, cultivos de tardío rendimiento, o contratos de entrega futura de *commodities*, para mencionar algunos subyacentes²⁹.
- Ley 546 de 1999 de Financiamiento de Vivienda: Si bien la Misión había recomendado el desarrollo de productos financieros novedosos en los mercados internacionales, y entre ellos en primer término la titularización, no fue sino hasta la crisis hipotecaria de finales de la década de los noventa que se materializó el desarrollo de un mercado secundario de hipotecas. De esta forma, con el fin de dar solución al descalce de plazos y tasas de las antiguas corporaciones de

ahorro y vivienda, que con la reforma de principios de los años noventa habían perdido los niveles de protección que tradicionalmente habían tenido, lo cual fue exacerbado por la crisis de finales de siglo, la Ley 546 de 1999 planteó la emisión de bonos hipotecarios, la creación de universalidades como 'emisores' de títulos hipotecarios y la constitución de sociedades titularizadoras.

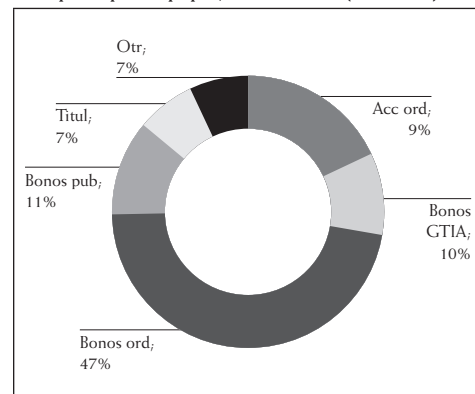
En 1996 se presentó un importante repunte de las ofertas públicas, empujadas por los bonos financieros³⁰, seguido por una disminución del volumen autorizado en 1997 y 1998. En 1999, en plena crisis, de nuevo hubo un repunte de las emisiones en oferta pública, representadas mayoritariamente en acciones y de nuevo en bonos ordinarios, especialmente financieros, así como de algunas entidades de servicios públicos como es el caso de EMGESA que fue autorizada para sacar al mercado una emisión de bonos ordinarios por \$400.000 millones en dicho año (en pesos corrientes). El quinquenio finalizó con un significativo descenso del total de ofertas aprobadas, que estaría relacionado con la caída de la actividad económica a finales de la década de los noventa.

Durante todo el período se presentó la emisión de grandes paquetes de acciones por parte de empresas de diversos sectores económicos. Las emisiones más notables fueron la de Chivor (generación eléctrica) en 1996 por \$623.300 millones; la del Banco Colpatria en 1999 por \$348.100 millones, y la de la Compañía Colombiana de Inversiones Colseguros, en el mismo año, por \$359.100 millones (valores corrientes).

En cuanto a las titularizaciones hipotecarias, presentaron crecimiento hasta 1998, para luego desaparecer con la crisis del sec-

tor y es de suponer que por la expectativa generada por la expedición de la Ley 546 de 1999 de Financiamiento Hipotecario. Otras titularizaciones por montos representativos fueron en documentos de crédito, sobretasa a la gasolina y titularización inmobiliaria, entre otras.

Gráfico 6. Volumen de ofertas públicas aprobadas por tipo de papel, 1996-2000 (inclusive)



No incluye emisión de bonos ordinarios de TABLEMAC por \$10.000.000 millones en 1996. No incluye TES. * Otros incluye: Acciones preferenciales, acciones privilegiadas, BOCEAS y papeles comerciales.

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia

Fue notable una emisión de papeles comerciales, instrumento que prácticamente había desaparecido de las ofertas autorizadas, por parte del Fondo de Garantías de Instituciones Financieras FOGAFIN, por \$1.000.000 de millones en 1998 (valor corriente). Esta emisión habría estado relacionada con la crisis de finales de la década, por cuanto la emisión se realizó con el fin de atender el financiamiento de operaciones de salvamento del sector financiero.

Por último, no se observó la presencia de emisiones para segundo mercado, que en teoría corresponderían a aquellas de mayor riesgo realizadas por pequeñas y medianas empresas, dirigidas a inversionistas califica-

dos definidos por el tamaño de su portafolio³¹. Tampoco se observó la expedición de instrumentos financieros novedosos diferentes a algunas formas de titularización como la agropecuaria.

3.3. Etapa 2000-2005: Ajuste a los estándares de los mercados internacionales

En este período se produjo el ajuste de la regulación para ponerla a tono con las recomendaciones de la IOSCO, esto es, con los estándares de los mercados internacionales, en proceso promovido desde la Superintendencia de Valores. Es así como se intentó desarrollar un marco institucional adecuado (en el sentido de North), y se quiso dotar al mercado de una regulación adecuada, 'sacándola' dentro de lo posible, del ámbito de la regulación financiera.

Algunas de las normas más importantes de este período fueron:

- Resolución 70 de 2001 de la Sala General: se estableció una regulación para los fondos colectivos de inversión bajo supervisión de la Superintendencia de Valores, acorde con la dinámica del mercado, de manera que sus administradores, a quienes se solicitó requisitos de experto prudente, debían cumplir con estándares de gobierno, transparencia y rendición de cuentas. Igualmente, se determinó la calificación obligatoria de los fondos respecto de los riesgos de crédito y mercado en sus portafolios, así como de riesgo operativo. Esta norma modificó la Resolución 400 de 1995 y exacerbó un problema de arbitraje regulatorio frente a los fondos colectivos administrados por las sociedades

fiduciarias, bajo la supervisión de la Superintendencia Bancaria³².

- Resolución 135 de 2001 de la Sala General: estableció los valores a negociar en el segundo mercado y creó las emisiones sindicadas de bonos que podrían efectuar grupos de entidades con aval sobre la totalidad del capital y solidaridad de los participantes sobre la deuda adquirida. Esto a favor de las empresas pequeñas y medianas.
- Resolución 138 de 2001 del Superintendente de Valores: en este período se aceleró el proceso para la integración del mercado en una sola bolsa, dando paso a la creación de la Bolsa de Valores de Colombia en junio de 2001³³. Esto conllevó desde luego ajustes al sistema de aseguramiento de los clientes de las sociedades comisionistas de bolsa, que fue realizado mediante la expedición de esta resolución modificatoria de la Resolución 1200 del Superintendente de Valores en lo que se refiere a la conformación y aplicación del fondo de garantías, dentro de una estructura de control interno de riesgo por parte de las sociedades comisionistas de bolsa.
- Resolución 275 de 2001 de la Superintendencia de Valores: mediante esta norma se desarrolló la facultad otorgada en la Ley 100 de 1993 a la Superintendencia de Valores para establecer los requisitos de los fondos de pensiones en la conformación de sus portafolios³⁴. Con base en tal disposición se estableció como requisito que los emisores de los papeles a ser adquiridos por los fondos de pensiones debían tener buen gobierno corporativo³⁵.
- Resolución 775 de 2001 de la Superintendencia de Valores: desarrolló los

- parámetros y procedimientos para la emisión de títulos hipotecarios basados en universalidades, así como por parte de la sociedad Titularizadora Colombiana, según lo previsto en la Ley 546 de 1999 de Financiamiento Hipotecario.
- Resolución 932 de 2001 de la Sala General: Ajustó el concepto de información eventual a estándares internacionales. De esta forma, definió que la información relevante correspondía a aquella que "habría sido tenida en cuenta por un experto prudente y diligente al momento de comprar, vender o conservar los valores del emisor", y también en el caso de ejercer los derechos políticos inherentes a los títulos. Estableció un plazo inmediato para entregar dicha información.
 - Proyecto de ley 108 de 2001 de la Cámara de Representantes: este constituyó un esfuerzo integral por dotar al mercado de valores de un marco institucional adecuado para su desarrollo. Además de establecer objetivos y criterios para el regulador propios del mercado, como eran la protección de los inversionistas y del mercado, y la regulación por actividades relevantes, propuso por primera vez la introducción de un régimen de sociedades cotizadas, así como la adecuación de una justicia comercial y de solución de controversias más expedita, que permitiera la atención oportuna de los requerimientos de los inversionistas. Estas instituciones estaban dentro de las tendencias regulatorias que se venían dando en América Latina (BLANCO, 2007). Sin embargo, este proyecto no alcanzó a hacer tránsito completo en el Congreso y fue archivado en 2002 al cambiar la Administración.
 - Resolución 550 de 2002 del Superintendente de Valores: unificó los procedimientos para la valoración de inversiones a precios de mercado por parte de las entidades vigiladas por la Superintendencia de Valores. Esta norma, expedida dentro del marco de la Resolución 1200, eliminó el arbitraje regulatorio que existía en la materia con las entidades sometidas a vigilancia de la Superintendencia Bancaria, por cuanto dicha entidad emitió dentro de sus competencias, una disposición exactamente igual³⁶.
 - Resolución 513 de 2003 de la Sala General: mediante esta norma se modificó el régimen de patrimonio técnico de las sociedades comisionistas de bolsa, dentro del desarrollo de lo que se conoce como capital regulatorio cuyo propósito, en principio, es proteger a los inversionistas de bajas abruptas del mercado (IOSCO, 2003). Sin embargo, la Resolución 513 de 2003 se diseñó sobre la base de los principios de Basilea, más de tipo bancario, de manera que las comisionistas debían ponderar por riesgo de crédito y mercado su activo a fin de calcular el índice establecido del 9% de patrimonio técnico. Este es el que permite el apalancamiento de las operaciones en cuenta propia³⁷ y es el soporte para la administración de fondos de valores. La autorización para desarrollar operaciones en cuenta propia en mercado primario es el que hace posible el desarrollo de contratos de colocación (*underwriting*) de papeles en firme o garantizados por parte de las sociedades comisionistas de bolsa³⁸.
 - Ley 964 de 2005 marco de 2005: algunos de los puntos importantes de esta

Ley Marco fueron: la eliminación de la Sala General, pasando la competencia regulatoria al Gobierno nacional; la determinación de la fusión de las superintendencias Bancaria y de Valores para dar paso a la Superintendencia Financiera de Colombia; el establecimiento de un principio de régimen de sociedades cotizadas; definiciones respecto de los sistemas de compensación y liquidación; y la determinación de un régimen de infracciones y sanciones.

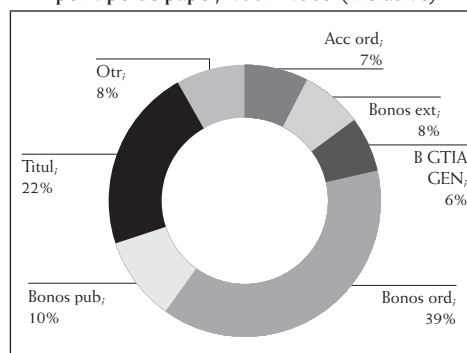
- Decreto 4327 de 2005: dio paso a la fusión de las superintendencias Bancaria y de Valores constituyendo la Superintendencia Financiera de Colombia.

Este período, posterior a la crisis de finales de la década se inició con una disminución de las ofertas aprobadas en relación con años anteriores, tanto en número como en volumen, pero a mediados del quinquenio se manifestó una importante recuperación, que coincidió con la de la actividad económica.

Como en los períodos anteriores, se observa una preponderancia de los bonos ordinarios en las ofertas aprobadas, aunque con una participación menor que en el lapso anterior (bajó del 47% al 39%). Sin embargo, en este período los emisores de estos papeles ya no fueron propiamente los bancos, sino grandes empresas del sector real tales como Celumovil (telefonía celular), empresa a la que se le autorizó una emisión de bonos ordinarios por \$501.500 millones en 2000; o Bavaria (bebidas) con dos emisiones por \$1.171.000 millones en 2002, más una tercera emisión de esta empresa de bonos exclusivos en el exterior por \$1.722.000 millones en 2003 (valores corrientes).

Por su parte, al tiempo con la notable disminución en el volumen emitido en acciones en relación con el quinquenio anterior, hizo su aparición una nueva modalidad de bonos, en este caso subordinados, emitidos por los bancos. Bajo esta modalidad se realizaron 3 emisiones por \$380.000 millones en 2004, y 5 emisiones por \$424.000 millones en 2005 (valores corrientes). Igualmente, se presentó la autorización a los bancos hipotecarios para la emisión de bonos hipotecarios estructurados, que se podría considerar un título novedoso, con 1 emisión en 2002 y 2 emisiones en 2004³⁹.

Gráfico 7. Volumen de ofertas públicas aprobadas por tipo de papel, 2001-2005 (inclusive)



* Otros incluye: Acciones preferenciales, acciones privilegiadas, BOCEAS, bonos en el exterior y papeles comerciales. No incluye TES.

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia

Dentro de los instrumentos 'novedosos', es notorio en este período el desarrollo de la titularización de subyacentes de la más diversa índole, como es el caso de ganadería de cría (más de 20 emisiones), ganadería de leche, documentos de crédito probablemente de 'tiempos compartidos' o tarifas hoteleras, contratos de entrega de subyacentes agropecuarios, créditos para la construcción de infraestructura, documentos provenientes de empresas de salud y de matrículas univer-

sitarias, entre otros. En todo caso, el mayor volumen de titularización correspondió a la Titularizadora Colombiana, especialmente en 2004, año en que fueron autorizadas 4 emisiones de TIPS y TECHS por \$1.372.300 millones. Por primera vez aparecieron en el mercado colombiano procesos de *retitulación* de títulos hipotecarios, emitidos para 'movilizar' cartera hipotecaria considerada 'mala'.

Por último, la presencia de ofertas públicas sindicadas por parte de empresas medianas y pequeñas fue reducida, y no se observó un desarrollo del segundo mercado.

3.4. Etapa 2006-2007: Ajuste a la fusión del supervisor financiero

Como es bien sabido en 2005 se decidió fusionar a los supervisores de los segmentos intermediado o bancario, y desintermediado o del mercado de valores, en contravía de los propósitos que se venían desarrollando de dotar al mercado de valores de un marco institucional separado del ámbito financiero bancario.

La principal característica de este período en cuanto a desarrollo normativo, fue la producción de decretos por parte del nuevo regulador, el Gobierno nacional, que en algunos casos modificaron o subrogaron la resolución 400 de 1995 de la Sala General y la resolución 1200 del Superintendente de Valores, y en otros modificaron o expidieron normas sobre asuntos del mercado que previamente no estaban contempladas en dicha normativa (BLANCO, 2007). En tal sentido, desde mediados de 2006 hasta la fecha se produjeron cerca de 100 disposiciones que regularon diversos aspectos del mercado.

Dado el corto tiempo de implementación de las medidas expedidas, no es posible

establecer una tendencia de respuesta de los emisores respecto de las mismas. Sin embargo, es posible destacar algunas de ellas por cuanto tienen directa incidencia en el tema que nos ocupa⁴⁰:

- Decreto 3139 de 2006: estableció la organización del Sistema de Información del Mercado de Valores SIMEV, compuesto por los registros de Valores y Emisores, Agentes del Mercado y Profesionales del Mercado.
- Resolución 2375 de 2006 de la Superintendencia Financiera: determinó el contenido del prospecto de información en las ofertas públicas de colocación.
- Decreto 1456 de 2007: dictó normas respecto del sistema de compensación y liquidación de operaciones con valores.
- Decreto 1801 de 2007: modificó el régimen de inversión extranjera de portafolio.
- Decreto 2175 de 2007: unificó el régimen de los fondos colectivos de inversión bajo parámetros de mercado.
- Decreto 3780 de 2007: estableció el libro de órdenes o *book building* como mecanismo de colocación de las ofertas de acciones.
- Decretos 2167 de 2006 y 1076 de 2007: establecieron el régimen para calificadoras de valores.
- Circulares 28 y 56 de 2007: establecieron el principio de *cumpla y explique* respecto del buen gobierno corporativo.

En los dos años siguientes a la puesta en marcha del supervisor unificado se observó un gran crecimiento del volumen de ofertas autorizadas, en términos reales, sin que se viera un aumento concomitante en

el número de autorizaciones, lo que indica una concentración en el tipo de papeles y emisores.

En efecto, una de las características de las ofertas en estos dos últimos años es que fueron pocas, pero de un tamaño mayor que en el pasado. Así, entre las ofertas más significativas en acciones ordinarias autorizadas por la Superintendencia Financiera de Colombia estuvo, por supuesto, la oferta pública de democratización de la compañía estatal petrolera ECOPEPETROL por \$12.734.000 millones en 2007, una emisión de Grupo AVAL (*holding* de un grupo financiero) por \$2.100.000 millones en el mismo año, y una emisión de Transportadora de Gas del Interior por \$750.000 millones en 2006 (valores corrientes).

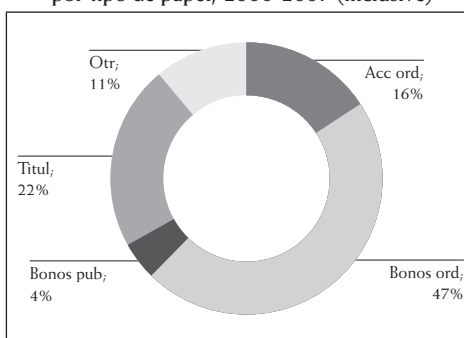
Por su parte, los bonos ordinarios continuaron teniendo la mayor participación entre las ofertas autorizadas (sin ECOPEPETROL), con el 47% del volumen total para 2006 y 2007. Entre estas ofertas de bonos ordinarios sobresalieron dos emisiones de COMCEL (telefonía celular) por \$1.250.000 millones en 2006; una emisión de Leasing Bancolombia por \$1.500.000 millones y otra de EMGESA (servicios públicos) por \$700.000 millones también en 2006; y sendas emisiones del Banco de Comercio Exterior Bancoldex, del banco Bancolombia y del Banco Interamericano de Desarrollo BID, por \$3.000.000 millones, \$1.500.000 millones y \$1.000.000 millones, respectivamente, en 2007 (valores corrientes).

De otro lado, en bonos hipotecarios estructurados se presentaron 2 emisiones en 2007 por \$321.300 millones, y 5 emisiones de bonos subordinados en 2006 por \$671.000 millones, más 2 de estos mismos papeles en 2007 por \$380.000 millones, en

todos los casos de bancos y compañías de leasing (valores corrientes).

Respecto de la titularización, representó el 22% del volumen de emisiones autorizado en estos dos años. La Titularizadora Colombiana sacó 3 emisiones por \$1.432.6.000 millones en 2006, y 4 emisiones adicionales en 2007 por \$1.335.900 millones. Este volumen de titularización hipotecaria correspondió al 42.7% del volumen autorizado en titularización durante el período (valores corrientes).

Gráfico 8. Volumen de ofertas públicas aprobadas por tipo de papel, 2006-2007 (inclusive)



No incluye emisión de acciones ordinarias de ECOPEPETROL por \$12.734.700 millones en 2007. No incluye TES. * Otros incluye: Acciones preferenciales, bonos en el exterior, bonos hipotecarios estructurados, bonos subordinados y papeles comerciales.

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

Es de anotar que según la Superintendencia Financiera de Colombia, en 2007 había inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores RNVE 188 acciones y 468 títulos diferentes de acciones, y en bolsa de valores 97 acciones y 370 títulos diferentes de acciones⁴¹. Estos números fueron inferiores a los de principios de la década, mostrando que continuó el retroceso en la participación de entidades que quisieron obtener recursos de financiación y/o liquidez secundaria para sus papeles⁴².

3.5. Conclusiones parciales

De lo anterior se puede concluir que la regulación podría haber incidido puntualmente en la emisión de papeles tradicionales o nuevos. En el primer caso, habría impulsado en determinados momentos las ofertas de acciones tipo B, bonos ordinarios especialmente los financieros, papeles comerciales y acciones privilegiadas, entre otros. En el segundo caso la regulación tuvo efectos positivos en la introducción de algunos papeles nuevos como las acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto, los títulos de apoyo educativo y los bonos y títulos hipotecarios, y en general la titularización de especies como las hipotecas, los *commodities* agropecuarios y otros subyacentes.

Igualmente, la regulación había dado cabida a diferentes tipos de emisiones, algunas exitosas como las ofertas públicas de democratización, y otras que no tuvieron mayor acogida como las emisiones sindicadas o las destinadas al segundo mercado.

Por último, es notable la estabilidad en el número de emisiones junto con el aumento del volumen de las mismas, especialmente en los últimos años, denotando una concentración de las ofertas en unos pocos emisores, lo que estaría indicando que las pequeñas empresas no estarían aprovechando las oportunidades que les da la regulación.

4. LA EXPERIENCIA INTERNACIONAL

El anterior panorama muestra que es mucho lo que falta por hacer en torno a la profundización del mercado, en lo que atañe a la participación de las ofertas públicas en la financiación de las compañías. Conviene entonces ver algunas experiencias de lo

que se está proponiendo en el contexto internacional, en particular en los países latinoamericanos, que se han propuesto a partir de la consideración de criterios de democratización de la propiedad, seguimiento del buen gobierno corporativo o desarrollo de las pequeñas empresas.

Es así como en México se propuso la actualización de la regulación para crear *sociedades anónimas de capital riesgo*⁴³ con miras a proveer al mercado de nuevos papeles por parte de empresas no inscritas en bolsa. De esta forma, los principales objetivos del proyecto de ley fueron: promover el acceso de las empresas al mercado y el seguimiento de principios de buen gobierno; consolidar el régimen de las sociedades cotizadas, y clarificar la responsabilidad de los directores, auditores y accionistas controladores desarrollando conceptos del buen gobierno corporativo.

Por su parte, en Brasil el Estado emprendió un esfuerzo conjunto de los sectores público y privado con el fin de activar el mercado balcón o segundo mercado y así dotar a las empresas más pequeñas, nuevas y de mayor riesgo, de un lugar para la cotización de sus acciones. El Estado participa apoyando iniciativas como las *incubadoras de empresas* (PORTUGAL, 2005: 47-51). Además, la Bolsa de Valores de San Pablo BOVESPA creó el *Novo Mercado* con el objeto de dotar a los emisores que estuvieran dispuestos a cumplir con estándares de buen gobierno corporativo, de un sitio de cotización preferencial de sus acciones⁴⁴.

En Perú se desarrolló una exitosa experiencia de capitalismo popular promovida desde el sector privado y académico⁴⁵. Actualmente la Bolsa de Valores de Lima tiene un segmento denominado de empresas "junior" o de capital de riesgo, que cumple con

un reglamento específico para la emisión de papeles y su incorporación al mercado (BVL, 2003).

Por último, son bien conocidos los efectos de la regulación para *small businesses* en Estados Unidos, que hace posible que pequeñas empresas incursionen en el mercado de valores apoyadas por creadores de mercado (*market makers*), dentro de procesos de oferta pública inicial (IPO por su sigla en inglés)⁴⁶.

5. CONCLUSIONES

El desarrollo de canales de financiación a través del mercado de valores se ha constituido en un imperativo para lograr indicadores de desarrollo, en tanto las empresas pueden ponderar en mejor forma el costo de los recursos necesarios para llevar a cabo sus procesos productivos. Este objetivo se podría examinar a la luz de criterios de eficiencia dado que en dicho proceso los emisores de valores contarían con un mecanismo para maximizar el valor de sus compañías.

De esta forma, una regulación eficiente será aquella que se dirija a dotar al mercado de información suficiente y oportuna y de reglas de juego adecuadas, lo que constituiría un marco regulatorio propicio para la mejor ejecución de los acuerdos en tanto protege a los inversionistas y dota al mercado de condiciones de competencia. En tal caso se potencializaría la posibilidad de realizar nueva inversión en los períodos de auge de la actividad económica en tanto el costo ponderado de los recursos sea menor que la rentabilidad esperada de los proyectos.

Pese a lo anterior, una evaluación del comportamiento de las ofertas públicas en mercado primario en el período 1990-2007 arrojó que si bien en el largo plazo el com-

portamiento de la economía, representada por el crecimiento del PIB y las variaciones de la inversión, no parecería ser un determinante significativo en las decisiones empresariales, aparentemente tendría alguna importancia en especial en las épocas de baja del ciclo. Igualmente, podría encontrarse que este efecto aumenta significativamente en el corto plazo.

Aun así, existirían otras variables que serían las que en principio estarían fijando el derrotero en las decisiones de financiación, y que no habrían cambiado sustancialmente en los últimos doce o quince años. Dependiendo de la modalidad de empresas, estas variables serían: el costo y acceso a otras fuentes de financiación como la bancaria; el temor a perder el control de las compañías; los altos costos de transacción en la emisión de papeles; el desconocimiento de los agentes sobre las alternativas del mercado o la falta de promoción del mismo, el costo que significa otorgar información al público, y finalmente la disponibilidad de demanda por los papeles emitidos.

De otro lado, se puede concluir que la regulación podría haber influido en el comportamiento de la emisión de nuevos papeles en el mercado, aunque muy pocos, en la estructuración de nuevos tipos de procesos, y en el volumen de emisión de papeles tradicionales. Sin embargo, es significativo el retroceso que se viene presentado en el número de papeles inscritos tanto en el RN-VE como en bolsa, de un lado, y el aumento en los valores promedio por emisión que estarían reflejando una concentración de las ofertas públicas en pocos emisores, de otro.

En cuanto a los nuevos papeles en el mercado, los emisores podrían haber respondido a cambios en las normas en casos

como la emisión de acciones clase B, los títulos de apoyo educativo o los bonos estructurados. Más significativo es el caso de la titularización en general, que se vio impulsada por la regulación desde 1993, y en particular en el de la titularización agropecuaria en 1999 y en el de la titularización hipotecaria especialmente a partir de la creación de la Titularizadora Colombiana en 2001, entre otros⁴⁷. De esta forma, las titularizaciones ganaron progresivamente participación en el total de ofertas aprobadas, de manera que en los últimos años constituyeron cerca de la cuarta parte de las emisiones totales realizadas al público, con una muy alta representación en los procesos de la Titularizadora Colombiana.

De otro lado, respecto a los tipos de oferta pública, parecería encontrarse reacciones positivas de los emisores respecto a la expedición de normas para la realización de ofertas públicas de democratización en 1999, que habría empujado la emisión de acciones privilegiadas. Pero no se encontró una significativa utilización del mecanismo de emisiones sindicadas o de segundo mercado por parte de pequeñas y medianas empresas.

En relación con los documentos 'tradicionales', es notorio el *auge* de los bonos financieros en 1996, e igualmente podrían encontrarse respuestas positivas de los emisores a la modificación del régimen de emisión de bonos ordinarios en 2000, y de papeles comerciales en 1998 (emisión de FOGAFIN) y 2001.

Por último, respecto a la dimensión internacional del mercado, los resultados tampoco son alentadores. Si bien desde las reformas de principios de los años 1990 se abrió el país a la inversión extranjera, y lo mismo sucedió con la cuenta de capitales,

la presencia de emisores colombianos en el exterior ha sido prácticamente nula, y en esto la influencia de los cambios regulatorios habría sido puntual. De esta forma, aunque la regulación colombiana previó la emisión de valores en el exterior, en forma exclusiva o simultáneamente con el mercado doméstico, solamente cuando se dio tal cambio normativo a mediados de la década de los noventa del siglo anterior se realizó la emisión de papeles en el exterior a través de Recibos de Depósito Americanos o Globales (ADR o GDR por sus siglas en inglés) por parte de un número reducido de compañías colombianas, como una situación esporádica que no se repitió en los doce años siguientes.

Lo anterior lleva a pensar que, en efecto, una regulación eficiente entendida como aquella contenida en normas formales no bastaría para dirigir las conductas de los agentes en el desarrollo de sus actividades en el mercado, y que probablemente existan reglas culturales o informales que habría que considerar en el desarrollo del marco institucional del mercado, de manera que se considere la experiencia y el desarrollo de variables cualitativas. Al respecto, aunque queda por desarrollar la facultad dada al regulador en la Ley 964 de 2005 de modificar la definición de oferta pública, es claro que no serían suficientes los cambios regulatorios en tanto no se de solución a los problemas estructurales mencionados atrás, que impiden la mayor presencia de los empresas como emisores de valores.

Igualmente, son de resaltar los esfuerzos del sector privado, en particular de la Bolsa de Valores de Colombia por vincular un mayor número de compañías al mercado público, iniciativas que convendría apoyar estudiando la posible participación del Es-

tado en la promoción del mercado mediante la implantación de estrategias para llevar a las empresas a cotización, con miras a democratizar la propiedad y a desarrollar estándares de buen gobierno. Entre estas formas de participación podrían estar: la ya utilizada para la vinculación de accionistas minoritarios a empresas estatales pero mejorando los estándares de protección a los inversionistas; la evaluación de la estructura tributaria; el desarrollo de incubadoras de empresas; la utilización de mecanismos de oferta pública inicial; la recuperación del espíritu que tiene el segundo mercado en los mercados internacionales; o la privatización de las entidades que le quedan al Estado vinculándolas a cotización pública, para lo cual podemos ver ejemplos de otros países como México, Brasil y Perú, en donde se han desarrollado iniciativas de apoyo a empresas nuevas o de mercados balcón.

Por último, es de insistir en que la respuesta a las necesidades de desarrollo del mercado podría estar en una simplificación del marco institucional, que se base en la protección de los inversionistas y en la elevación de los estándares de desempeño del mercado. En tal sentido, se podría reasumir el espíritu de la ley 964 de 2007.

BIBLIOGRAFÍA

- ARBELÁEZ, MARÍA ANGÉLICA, SANDRA SUÁREZ y MARÍA LUISA GUERRA. *El mercado de capitales colombiano en los noventa y las firmas comisionistas de bolsa*. Bogotá, FEDESARROLLO, Alfaomega Editores, 2002.
- BALDWIN, ROBERT and M. Cave (1999), *Understanding Regulation. Theory, Strategy and Practice*. Oxford University Press, N.Y. 1999.
- BLANCO, CONSTANZA. (2007). *La Regulación Prudencial para el Mercado de valores: el caso colombiano*. Working Paper para el Observatorio de Derecho Financiero y del Mercado de Valores de la Universidad Externado de Colombia, septiembre de 2007.
- (2003). *La Reforma al Mercado de Valores en Colombia*. En: Revista del Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores, Madrid, agosto de 2003, páginas 50 a 72.
- (1996). *Los Recibos de Depósito en América Latina*. En: Un Nuevo Enfoque para el Mercado de Valores. Bogotá: Superintendencia de Valores, 1996, páginas 111 a 133.
- BOVESPA Bolsa de Valores de São Paulo. *Novo Mercado*. Em: www.bovespa.com.br.
- BVL Bolsa de Valores de Lima (2003), *Reglamento de Oferta Pública Primaria de Acciones Comunes con Derecho a Voto de Empresas Junior*. En: www.bvl.com.pe. Consulta agosto 8 de 2008.
- CARRASQUILLA, ALBERTO (2004), *Exposición de Motivos del proyecto de ley 033 de 2004 de la Cámara de Representantes*. Este proyecto corresponde a la Ley 964 de 2005.
- CEPAL, *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe 2007*. Santiago de Chile: diciembre de 2007. En: www.cepal.org. Consulta junio 30 de 2008.
- , *Globalización y Desarrollo*. Documento preparado para el Vigésimo noveno período de sesiones, Brasilia, Brasil, mayo de 2002. En: www.cepal.org. Consulta junio 30 de 2008.
- Congreso de la República de Colombia, *Ley 45 de 1990*. "Por la cual se expiden normas en materia de intermediación financiera, se regula la actividad aseguradora, se conceden unas facultades y se dictan otras disposiciones".
- Congreso de la República de Colombia, *Ley 35 de 1993*. "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 financiera, bursátil y aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e

- inversión de recursos captados del público y se dictan otras disposiciones en materia financiera y aseguradora".
- Congreso de la República de Colombia. *Ley 510 de 1999*. "Por la cual se dictan disposiciones en relación con el sistema financiero y asegurador, el mercado público de valores, las Superintendencias Bancaria y de Valores y se conceden unas facultades".
- Congreso de la República de Colombia. *Ley 546 de 1999*. "por la cual se dictan normas en materia de vivienda, se señalan los objetivos y criterios generales a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular un sistema especializado para su financiación, se crean instrumentos de ahorro destinado a dicha financiación, se dictan medidas relacionadas con los impuestos y otros costos vinculados a la construcción y negociación de vivienda y se expiden otras disposiciones".
- Congreso de la República de Colombia. *Proyecto de Ley 108 de 2001 de la Cámara de Representantes*.
- Congreso de la República de Colombia. *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".
- FABOZZI, FRANK y F. MODIGLIANI (1996). *Capital Markets, Institutions and Instruments*. New Jersey, Prentice Hall, 1996.
- FEDESARROLLO (2004). *Preparación para las negociaciones comerciales en el área de servicios financieros en el TLC con Estados Unidos*. Bogotá, WP.
- IOSCO (2008). *Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of the Securities Regulation*, IOSCO Report, Apr., 2008, P. 63-83. En: www.iosco.org. Consulta julio 31 de 2008.
- (2005) *Principles and Objectives of Securities Regulation*, En: www.iosco.org. Consulta en julio 18 de 2008.
- (2003). *Guidance to Emerging Market Regulators Regarding Capital Adequacy Requirements for Financial Intermediaries*, Document n.º. 230, 2006. En: www.iosco.org. Consulta julio 9 de 2008.
- MARTÍNEZ, NÉSTOR HUMBERTO (1986). *La Intervención del Estado en el Mercado Público de Valores*. Bogotá: Editorial Temis, 1986.
- MELO, ALBERTO (2003). *Colombia: Los problemas de competitividad de un país en conflicto*. Documento de trabajo C-103 Banco Interamericano de Desarrollo, julio de 2003.
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público, FEDESARROLLO y Banco Mundial *Misión de Estudios del Mercado de Capitales, Informe Final*. Bogotá, 1996.
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Decreto 4327 de 2005. Disponible en www.superfinanciera.gov.co. Consulta mayo 18 de 2008.
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Decreto 3139 de 2006. Disponible en www.superfinanciera.gov.co. Consulta junio 23 de 2008.
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Decreto 2175 de 2007. Disponible en www.superfinanciera.gov.co. Consulta junio 12 de 2007.
- PORTUGAL N. RAÚL FERNANDO (2005). *A Inclusão do Micro, Pequena e Média Empresa no Mercado Brasileiro dos Valores Mobiliários*. Monografía Instituto de Economia Universidade Federal de Rio de Janeiro, 2005. En: www.cvm.gov.br. Consulta agosto 8 de 2008.
- RUBIO, MAURICIO (2007). *Economía Jurídica*. Bogotá, Universidad Externado de Colombia, 2007.
- (1996). *Reglas de Juego y Costos de Transacción en Colombia*. Documento CEDE 96-08 de noviembre de 1996.

- SOLDEVILLA, EMILIO (1990), *Inversión y Mercado de Capitales*, Vigo: Editorial Milladoiro, 1990.
- STIGLITZ, JOSEPH (1998). *The Role of the Financial System in Development*, Presentation at the Fourth Annual Bank Conference on Development in Latin America and The Caribbean (LAC ABCDE) San Salvador, Jun, 1998. WP.
- Superintendencia Financiera de Colombia, *Circular 07 Básica Jurídica*. Disponible en www.superfinanciera.gov.co. Consulta junio 23 de 2008.
- , *Informe de gestión enero a diciembre de 2007*. Disponible en www.superfinanciera.gov.co
- , *Circular 100 Contable y Financiera*. Disponible en www.superfinanciera.gov.co. Consulta junio 23 de 2007.
- , *Normativa, decretos de interés*. En: www.superfinanciera.gov.co
- Superintendencia de Valores, *Resolución 400 Única de 1995 (de la Sala General de la Superintendencia de Valores)*, actualizada a diciembre 21 de 2006. Disponible en www.superfinanciera.gov.co. Consulta junio 23 de 2008.
- , *Resolución 1200 Única de 1995 (del Superintendente de Valores)*, actualizada a diciembre 21 de 2006. Disponible en www.superfinanciera.gov.co. Consulta junio 23 de 2008.
- Régimen del Mercado Público de Valores*, Bogotá, 2001.
- TAFARA, ETHIOPIS. *How Much Regulation Is Just Enough?* Director, Office of International Affairs Securities and Exchange Commission SEC. Praga (Czech Republic), Feb. 28, 2006. Disponible en www.sec.gov. Consulta mayo 30 de 2007.
- * Contexto: Revista de Derecho y Economía, n.º 26, 2008, pp. 9 a 41.
- 1 CONSTANZA BLANCO BARÓN, Coordinadora de la Maestría en Derecho Económico, Universidad Externado de Colombia. Lo escrito es de exclusiva responsabilidad de la autora y no compromete a la Universidad.
 - 2 Para un comportamiento del costo de capital en Colombia bajo diferentes formas de medición ver Superintendencia de Valores, *El costo de capital de las empresas en Colombia y los efectos de la tributación*, estudio elaborado por la firma Econometría en 1995.
 - 3 Cfr. Resolución 400 de 1995 de la Sala General de la Superintendencia de Valores artículos 1.1.2.14. en adelante.
 - 4 Estas tasas fueron calculadas por Melo sobre la base de información *ex post* del Banco Mundial, lo que en palabras de este autor "tiene la virtud de que los valores resultantes no están atados a una fase específica del ciclo económico", obteniéndose así una tasa de interés de largo plazo.
 - 5 Durante la década de los noventa América Latina creció a una tasa promedio del 3.5% (sin Venezuela), casi el doble de la tasa de crecimiento de la década anterior, que es conocida como la *década perdida*. Cfr. CEPAL, 2002: 48.
 - 6 Esta tasa es superior al promedio de América Latina y el Caribe, que según la CEPAL (2007: 17) fue del 5.6% en 2007. (dato preliminar). En la presente década, Colombia tuvo tasas de crecimiento del PIB superiores a las de la región en 2002, 2003, 2006 y 2007.
 - 7 Cfr. Cifras de las Cuentas Nacionales del DANE.
 - 8 Diario Portafolio, agosto 1º de 2008.
 - 9 Algunas de estas reformas, son: la apertura a la inversión extranjera (Ley 9 de 1989); la eliminación del control de cambios (Resolución 8 del Banco de la República); la reforma a la seguridad social que dio paso a los fondos de pensiones de capitalización individual (Ley 100 de 1993); la reforma financiera que originó la estructura de banca universal a través de filiales (leyes 45 de 1990 y 35 de 1993); la eliminación de la retroactividad de las cesantías y la creación de fondos privados de cesantías (Ley 50 de 1992), entre otras.
 - 10 Ver Superintendencia de Valores, *El Mercado de Valores para el Tercer Milenio*, versión electrónica, 2002.
 - 11 Encuesta realizada por el Foro Económico Mundial.
 - 12 Es de recordar que la definición actual y requisitos generales para realizar oferta pública no han cambiado sustancialmente desde la expedición en 1995 de la Resolución 400 de 1995 Única de la Sala General, que a su vez desarrolló los conceptos incluidos en la Ley 32 de 1979.
 - 13 Cfr. Resolución 932 de 2001 de la Sala General de la Superintendencia de Valores.

- 14 Cfr. Resolución 275 de 2001 de la Superintendencia de Valores.
- 15 Este régimen fue modificado por la Ley 222 de 1995, que estableció en forma íntegra el régimen de emisión de acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto.
- 16 Entre los activos titularizables están: cartera de créditos, cartera hipotecaria, documentos de crédito, flujos de caja futuros, de proyectos de infraestructura, inmuebles, portafolios de fondos comunes especiales, entre otros.
- 17 La ley 964 de 2005 estableció el Registro Nacional de Valores y Emisores rrvve, separando el Registro de Intermediarios. El Decreto 3139 de 2006 estableció las normas relacionadas con la organización y funcionamiento del Sistema Integral de Información del Mercado de Valores, del cual hace parte EL RNVE.
- 18 El contenido de los bonos, incluyendo los denominados financieros, es el estipulado en la Resolución 400 de 1995 (Ver Revista Legislación Económica 1024 de junio 15 de 1995). La resolución 1210 de 1995 estableció lo relativo al representante legal de tenedores de bonos.
- 19 Los contratos de liquidez están asociados en su operación a las ofertas públicas de democratización. Es una figura que estaría a medio camino entre los especialistas del mercado (brokers especializados en la intermediación de un solo papel) y los creadores de mercado o *market makers* (*agentes colocadores con obligaciones de proporcionar liquidez a los papeles en mercado secundario*).
- 20 Mediante Decreto 437 de 1992 fue creado el Depósito Central de Valores DCV del Banco de la República. El DCV, junto con el Sistema Electrónico de Negociación de valores de títulos de deuda pública SEN, y el sistema SEBRA para la transferencia de recursos monetarios, constituyeron la infraestructura para el desarrollo del mercado de deuda pública interna en Colombia, que fue una de las principales recomendaciones de la Misión que fueron ejecutadas (BLANCO, 2003). Posteriormente fue creado el Depósito Centralizado de Valores DECEVAL, de carácter privado.
- 21 Es de anotar que la Sala General venía siendo el regulador del mercado de valores desde la expedición de la Ley 32 de 1979, por la que se creó la Comisión Nacional de Valores. En la creación del regulador se siguió en su momento la tendencia imperante en América Latina de implantar un organismo independiente y autónomo a imagen de la Junta (*board*) de la Comisión reguladora de Estados Unidos, la *Securities and Exchange Commission SEC*. Cfr. MARTÍNEZ, 1986. La Sala General fue eliminada en la Ley 964 de 2005.
- 22 Cfr. Sentencia C – 397/95 de la Corte Constitucional.
- 23 La regulación de las ofertas en el exterior se encontraba en los artículos 1.2.4.68 y siguientes de la Resolución 400 de 1995 de la Sala General. Los emisores colombianos de ADR, fueron: Corporación Financiera del Valle y Banco Ganadero (hoy BBVA) en 1993; Cementos Diamante, Carulla (hoy fusionado con Almacenes Éxito), Cementos Paz del Río (en primario y secundario con acciones ordinarias); de nuevo Banco Ganadero (acciones ordinarias y preferenciales), Papeles Nacionales y Cadenalco (hoy integrado a Almacenes Éxito) en 1994; y Banco Industrial Colombiano (hoy integrado en Bancolombia) en 1995. La gran mayoría de los programas fueron ADRS sobre acciones preferenciales (Regla 144 A), pero también hubo programas de GDRS. Cfr. Blanco, 1996:122. El régimen de ofertas exclusivas en el exterior y simultáneas en mercado internacional y mercado local fue modificado por el Decreto 2177 de 2007.
- 24 Corresponde a los artículos 2.3.1.1 y siguientes de la Resolución 400 de 1995. Las disposiciones más recientes para las sociedades calificadoras de valores están contempladas en el Decreto 1076 de 2007.
- 25 La intermediación por cuenta ajena se dejó exclusivamente a cargo de las sociedades comisionistas, tanto de bolsa como independientes. Cfr. Resolución 400 de 1995 artículo 1.5.1.4. El concepto de intermediación y los intermediarios y operaciones autorizadas fueron regulados por el Decreto 1121 de 2008.
- 26 Este es el caso del sistema de negociación SEN administrado por el Banco de la República (Cfr. Art. 4.2.0.1 y siguientes de la Res.400 de 1995). Ya a esta altura la Resolución 400 de 1995 reconocía la posibilidad de organizar sistemas centralizados de operaciones, dando paso a la creación en 2001 del Mercado Electrónico Colombiano MEC para papeles de deuda pública y privada (Cfr. Art. 4.1.1.1. y siguientes de la Res. 400 de 1995). La regulación para sistemas de negociación está actualmente contenida en el Decreto 1120 de 2008.
- 27 En este período algunas disposiciones relacionadas con esta participación de los establecimientos de crédito están contenidas en la Ley 448 de 1998 (manejo de obligaciones contingentes de las entidades estatales a través de los bancos), Ley 510 de

- 1999 (régimen de los establecimientos de crédito) y Ley 550 de 1999 (no aplicación del régimen de intervención a las bolsas o comisionistas de bolsa). Cfr. Régimen del Mercado Público de Valores, 192).
- 28 Esta fue considerada una alternativa a lo establecido en la Ley 226 de 1995 por la que se estableció el régimen de privatización de la propiedad del Estado.
- 29 Es de anotar que en este período se dio también paso a la introducción en el mercado de valores de otros instrumentos que empezaron a ser negociados en la Bolsa Nacional Agropecuaria, tales como facturas. Sin embargo, estos otros documentos solamente fueron reconocidos en la regulación como valores casi diez años después, a partir del Decreto 1340 de 2008.
- 30 A partir de la Res. 400 de 1995 Única de la Sala General quedaron fijadas las condiciones de emisión de los bonos ordinarios, de manera que el mismo empezó a ser aplicado por los establecimientos bancarios en 1996. Actualmente este es el único régimen de emisión de bonos aplicable para el mercado público de valores. En cuanto a las emisiones privadas, deben regirse por el Decreto 1026 de 1990. Cfr. Concepto Superintendencia de Sociedades Oficio 220-58429 de noviembre 21 de 2002.
- 31 Este fue fijado en ese momento en 8.500 salarios mínimos mensuales. Cfr. Art. 1.4.0.5 de la Resolución 400 de 1995 de la Sala General. Tal valor fue modificado en el Decreto 1121 de 2008.
- 32 Muchas de las cuestiones dispuestas en el Decreto 2175 de 2007 que reguló las carteras colectivas de inversión estuvieron basadas en esta norma. Al efecto ver Blanco, 2007.
- 33 La constitución de la Bolsa de Valores de Colombia se hizo mediante la Resolución 270 de 2001 de la Superintendencia de Valores. La inscripción en el Registro fue ordenada en la Resolución 379 del mismo año.
- 34 Cfr. Artículo 100 de la Ley 100 de 1993 de Seguridad Social.
- 35 Esta norma fue derogada por la Circular Externa 058 de 2007 de la Superintendencia Financiera de Colombia. Actualmente rige una disposición según la cual, los emisores de valores deben informar y explicar periódicamente a la Superintendencia sobre el cumplimiento del buen gobierno corporativo, adaptando así algunos aspectos del principio de *cumpla o explique*, de los mercados internacionales.
- 36 Cfr. Circular 033 de 2002 de la Superintendencia Bancaria que modificó la Circular 100 Básica Contable y Financiera de dicha entidad.
- 37 Las comisionistas pueden realizar operaciones en cuenta propia en mercado primario y secundario, dentro de los límites que habían sido establecidos en la Resolución 1119 de 1996 de la Sala General, y como inversión de sus propios recursos.
- 38 Las sociedades comisionistas de bolsa han estado tradicionalmente autorizadas para ejecutar contratos de *underwriting*. Las operaciones por cuenta propia tienen por propósito dotar de liquidez al mercado y disminuir los márgenes entre los precios de oferta y demanda. Cfr. Artículo 7° de la Ley 45 de 1990.
- 39 Si bien la Ley 546 de 1999 había autorizado la emisión de bonos hipotecarios, con el propósito de incentivar la concesión por parte de los bancos hipotecarios, de nuevos créditos para la construcción y adquisición de vivienda, la Superintendencia de Valores autorizó esta modalidad de emisión de bonos hipotecarios estructurados, que podían ser expedidos para *'movilizar'* cartera hipotecaria anteriormente constituida. Cfr. Exposición de Motivos de la Ley 546 de 1999 y resoluciones 89 y 154 de 2000 de la Superintendencia de Valores.
- 40 Para una relación completa del desarrollo normativo de este período ver BLANCO, 2007.
- 41 Cfr. SFC, Informe de Gestión enero a diciembre de 2007, disponible en www.superfinanciera.gov.co.
- 42 Esto significó una disminución en los títulos registrados del 17% en relación con 2001. Al finalizar dicho año, según la Superintendencia de Valores había inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios RNVI 794 títulos expedidos por 347 emisores. En su momento esto representó una disminución del 22% desde 1998. Cfr. Melo, 2003: 58.
- 43 Ver Informe Semanal de la ASOBANCARIA 78 de marzo 16 de 2005.
- 44 Cfr. <http://www.bovespa.com.br/Companies/NovoMercadoSpecial/NovoMercadoi.htm>
- 45 Cfr. http://www.ileperu.org/contenido/Articulos/plan2003_2004_instituto.htm
- 46 Cfr. www.sec.gov
- 47 En menor medida podría encontrarse una respuesta positiva de los emisores ante la expedición del régimen de emisión de acciones preferenciales en 1990 y de bonos hipotecarios estructurados en 2000.