

Seguimiento al marco institucional del mercado de valores en Colombia

LOS SEGUNDOS MERCADOS COMO INSTRUMENTO DE DESARROLLO DE LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS¹

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

RESUMEN

Los segundos mercados de valores, mercados balcón o mercados paralelos, se han estructurado como mercados transitorios, de aclimatación al mercado de valores, para que las pequeñas y medianas empresas puedan optar por nuevas fuentes de financiamiento, dando solución a las dificultades y mayor costo que tienen estas empresas para su acceso al mercado. Este artículo muestra que en varios países del mundo, incluida Colombia, se establecieron segundos mercados diseñados según un modelo de *segmentación vertical*, que determinan requisitos de registro e información menos exigentes para la emisión en oferta pública, para abaratar los costos de emisión y negociación, y que estos modelos, no solamente fracasaron en tanto no cumplieron con lo esperado en cuanto a aumentar los recursos para financiar empresas pequeñas y medianas, sino que disminuyeron los estándares de protección a los inversionistas. En su lugar, se han venido desarrollando en el mundo terceros mercados, también llamados *nuevos mercados*, en el ámbito de la autorregulación, basados en el logro de estándares de gobierno cor-

porativo y que sigue patrones de organización y procedimientos cercanos al mercado tecnológico NASDAQ de Estados Unidos.

Palabras clave: segundos mercados, modelos de regulación para mercados de valores, PYMES

ABSTRACT

Seconds stock markets, also called balcony or parallel markets, have been structured as temporary markets, in order of the adaptation to the stock market, so small and medium-sized businesses can get new sources of funding, giving solution to the difficulties and higher cost these companies for their access to the market. This article shows that in several countries worldwide, including Colombia, settled seconds markets designed according to a vertical segmentation model, that determine less demanding register and information requirements for the public offer, broadcast to reduce emissions and negotiation costs. It also indicates that these models, not only failed while not met expectations with regard to increase resources to finance small and medium-sized businesses, but declined the standards of

protection for investors. Instead of that, it have been developed third markets, also known as new markets, in the area of self-regulation, based on the achievement of corporate governance standards and that follows patterns of organization, and close to the technological United States NASDAQ market procedures.

Keywords: markets seconds; stock market regulation; small business regulatory models.

INTRODUCCIÓN

En diversos estudios se ha encontrado reiteradamente que una de las razones de la baja utilización del mercado de valores como opción de financiamiento por parte de las empresas pequeñas y medianas es el desconocimiento de las alternativas que otorga, así como las dificultades y costo de su acceso al mercado.

Es de anotar que estos problemas no son exclusivos del mercado colombiano y que una respuesta a los mismos puede encontrarse en las regulaciones para segundos mercados en varias jurisdicciones, en algunos casos llamados también mercados de balcón o mercados paralelos. Estos corresponden a mercados de aclimatación "en los que se exige para (la) admisión requisitos menos rigurosos que en el mercado oficial", esperándose que en un lapso de tiempo más o menos corto estas empresas queden listas para cotizar en el mercado principal (NIETO CAROL, 1993:81), o también a "mercados bursátiles sujetos a requisitos menos exigentes que sus hermanos mayores los primeros mercados (ARRAUZ, 2007:541). Se considera que estas condiciones más favorables son adecuadas para que las pequeñas y medianas

empresas puedan optar por recursos de mayor plazo que el tradicional crédito bancario de corto plazo.

Es así como en el mercado internacional los segundos mercados han operado para la admisión a cotización de empresas pequeñas, nuevas, poco conocidas o que están en proceso de reestructuración, que por tanto se consideran de mayor riesgo, y/o que no pueden cumplir con las condiciones más exigentes de los mercados principales. Lo tradicional es que la regulación desarrolle sistemas de registro y requisitos de información menores a los que se exigen a los emisores de valores, y que se establezcan por intermedio de la autorregulación sistemas de negociación alternativos al mercado principal. Algunos ejemplos de estos mercados son el sistema de cotización electrónico NASDAQ en Estados Unidos, que constituye un caso emblemático que ha sido tomado muchas veces como referencia; el mercado paralelo británico USM ya desaparecido; o el mercado balcón que inició con el Sistema de Acceso Soma en Brasil. Igualmente, es posible crear este tipo de mercados dentro de las regulaciones de los mercados principales, como es el caso del segundo mercado español (NIETO CAROL, 1993:81-82).

La forma como se han estructurado tradicionalmente los segundos mercados corresponde a un modelo de *segmentación vertical*, por el que se pretende disminuir y abaratar los requisitos de acceso y así dar posibilidades de consecución de recursos a aquellas empresas que por representar mayor riesgo o por su tamaño no tendrían otras oportunidades en el mercado. Sin embargo, estos instrumentos no solamente no cumplieron con lo esperado en materia de aumentar los recursos de financiación para empresas pequeñas y medianas, sino que

representaron una disminución de los estándares de protección a los inversionistas, lo que los llevó a desaparecer.

De esta forma, ante el fracaso del modelo de *segmentación vertical*, como respuesta a lo anterior surgieron terceros mercados en los que la mira estuvo puesta en empresas nuevas pero con gran potencial de crecimiento, así como aquellas innovadoras con relaciones cercanas con la ciencia y la tecnología, de manera que se cambió el modelo por uno de *nuevos mercados* desarrollado por la autorregulación, basado en el logro de estándares de gobierno corporativo y que sigue patrones de organización y procedimientos cercanos al mercado tecnológico NASDAQ.

En Colombia, el régimen para segundo mercado fue desarrollado desde mediados de los años 1990 dentro de la regulación del mercado de valores, la cual no ha tenido desde ese entonces modificaciones de fondo. Estas normas contienen el espíritu de la regulación por *segmentación vertical* que pretende abaratar los costos de acceso a las empresas pequeñas y medianas al mercado de valores, mediante una disminución de sus requisitos de información y un reconocimiento de que su mayor riesgo amerita una delimitación de su mercado que en estos casos es dirigido a los inversionistas calificados. Esto por cuanto se considera que este tipo de inversionistas, también denominados profesionales, están en mejor capacidad de 'compensar' la menor información con la disposición de herramientas que les permiten una mejor valoración del riesgo de estas inversiones.

En este artículo se quiere hacer una evaluación del comportamiento de las ofertas públicas para segundo mercado, y en particular verificar si eventualmente se habría cumplido con el objeto de movilizar recur-

sos para empresas pequeñas, nuevas o de mayor riesgo. De esta forma, se destina una primera sección a una revisión de la literatura que da cuenta de las dificultades de acceso a las fuentes de financiación desintermediada por parte de las empresas pequeñas y medianas. En una segunda sección se revisa algunas de las experiencias en los mercados internacionales en la creación de segundos y terceros mercados. En tercer término se examina la evolución en Colombia de la regulación para segundo mercado desde 1995. A continuación se hace una verificación empírica de los procesos de oferta pública para segundo mercado en el período 1998-2008, constatando el tamaño de las ofertas, el tipo de emisores, la destinación de los recursos y los adquirentes de las mismas. Por último se mencionan algunas conclusiones.

El financiamiento de las pequeñas y medianas empresas por el mercado desintermediado

1.1 Acceso de las empresas pequeñas y medianas al mercado de valores

Se entiende por mercado de capitales el conjunto de instrumentos de que dispone una economía para realizar el proceso de transformación de ahorro en inversión productiva, mediante la asignación de recursos de financiación, riesgo, información y control a las empresas (MHCP, FEDESARROLLO y Banco Mundial, 1996:1). Estos instrumentos corresponden al mercado intermediado, bancario o de crédito, que tradicionalmente ha suministrado crédito de corto plazo, y al mercado desintermediado, de instrumentos o de valores por el que es posible obtener recursos en el mediano y largo plazo.

El mercado de recursos financieros en Colombia se ha caracterizado por su bajo

acceso a las empresas pequeñas y medianas. En los años 1990 era común encontrar como respuesta en los diagnósticos que este tipo de empresas no emitían acciones por falta de conocimiento o interés, y más exactamente por no tener demanda por los títulos, de manera que su principal fuente de financiamiento era el crédito bancario que consideraban menos costoso y más accesible (MHCP, et. al., 1996:57). Además, en relación con la posibilidad de emitir títulos de renta fija como bonos o papeles comerciales, la restricción al acceso podría encontrarse en el monto mínimo requerido para este tipo de emisiones que la regulación establecía en más de 2.000 salarios mínimos legales, además de los costos de transacción que se percibían mayores a los del crédito bancario, y la obligación de hacer pública la información (MHCP, et. al., 1996:59-60).

Esta situación no cambió al finalizar la última década del siglo anterior. Es así como ARBELÁEZ, et. al., (2002:63) encontraron que básicamente las firmas no habían cambiado con la crisis de finales de los años 1990 su estructura de financiamiento y seguían prefiriendo el crédito bancario interno. Sin embargo, las empresas pequeñas y medianas obtenían al finalizar los años 1990 la mayor parte de sus recursos en el mercado extra-bancario, sus proveedores y la reinversión de utilidades, entre otros, teniendo como uno de sus criterios de elección los menores costos de estas fuentes, y en una proporción importante no tener acceso a otro tipo de recursos (ARBELÁEZ, et. al., 2002:65-66). Adicionalmente, las empresas medianas y pequeñas no se inscribían en bolsa en primer término por no tener conocimiento de esta opción, y de otro lado en algún grado por la preferencia por mantener el control de las compañías (ARBELÁEZ, et. al., 2002:66).

Esta situación de dificultades de acceso a recursos de financiamiento para las empresas pequeñas y medianas es corroborada por los hallazgos de la encuesta ICG 2000-01 citada por MELO (2003:44-45), según los cuales este tipo de empresas tenían dificultades de acceso al crédito y un elevado costo del mismo. Igualmente, dado el bajo desarrollo del mercado de capitales (MELO, 2003:57-58), las posibilidades de financiación por este medio para las empresas pequeñas y medianas eran de bajas a nulas. Al respecto, no hay nada que conduzca a pensar que esta situación haya tenido modificaciones en la actualidad.

1.2 El papel de los creadores de mercado

Complementando lo anterior, reiteradamente se ha considerado que una restricción al desarrollo del mercado y por ende de nuevas fuentes de financiación para las empresas es la ausencia de la figura de creadores de mercado. A estos intermediarios se les ha otorgado el papel de facilitar el ingreso de las empresas al mercado, así como la liquidez secundaria de los papeles emitidos, cuya ausencia en muchas ocasiones se constituye en un verdadero obstáculo para la colocación de los papeles entre los inversionistas (FAGUA, 1998:24-25).

Así, los creadores de mercado o *market makers* corresponden a aquellos intermediarios a los que se encomienda la obtención de liquidez secundaria de las emisiones en el mercado, mediante la colocación permanente de 'puntas' de negociación y su postura en firme cuando estas son respondidas, de manera que se posibilita siempre hallar la contraparte en las negociaciones impidiendo que queden ofertas o demandas sin respuesta. Al facilitar la liquidez secundaria

de las emisiones se garantiza la posición de igualdad entre los inversionistas, la transparencia y seguridad del mercado, la concurrencia y la eficiencia (FAGUA, 1998:24).

Esta figura, que es común en los mercados secundarios de valores, tanto principales como segundos mercados, en Colombia solamente existe en forma obligatoria para la colocación en mercado primario de Títulos de la Tesorería TES dentro del Programa de Creadores de Mercado que maneja la Dirección General de Crédito Público del Ministerio de Hacienda.

2. LA EXPERIENCIA INTERNACIONAL EN SEGUNDOS MERCADOS

Uno de los objetivos que han tenido los reguladores de los mercados de valores y las mismas bolsas ha sido la disposición de mecanismos que permitan la financiación de las PYMES. De esta forma, En los años 1970 y 1980 se crearon en varios países europeos, mercados alternativos o paralelos a los mercados principales a imagen del mercado NASDAQ en Estados Unidos, de gran éxito (HIERRO, 2001:149). Los esfuerzos se concentraron en aquellas pequeñas y medianas empresas "ligadas a los sectores productivos más dinámicos (...) e innovadores", de manera que se esperaba que tuvieran un alto potencial de crecimiento (HIERRO, 2001:150).

Al efecto, imperó una teoría denominada de *segmentación vertical* (HIERRO, 2001:153-155), que nació como reacción a la homogenización bursátil en la que solamente había una vía para la admisión a cotización, lo que dejaba por fuera a las empresas nuevas o que por su tamaño no podían cumplir con los requisitos establecidos. De esta forma, se consideró que era

posible compatibilizar los requerimientos de transparencia del mercado principal con una menor información y procedimientos en segmentos denominados segundos mercados, siempre y cuando se restringiera el acceso a este segmento del mercado a aquellos inversionistas capaces de evaluar correctamente su riesgo, manteniendo en todo caso unos estándares altos de cumplimiento.

Al contrario de experiencias como la de Estados Unidos con el mercado NASDAQ, a pesar de los esfuerzos realizados no parece que los segundos mercados hayan sido en Europa una respuesta adecuada que permitiera resolver los problemas de acceso al mercado y búsqueda de recursos de financiación para las empresas pequeñas y medianas. De hecho, se habla del fracaso del esquema de *segmentación vertical* basado en la disminución de requisitos de admisión y obligaciones de los emisores, pero que en forma concomitante disminuyó los estándares de protección de los inversionistas (HIERRO, 2001:220).

Para resolver los problemas expuestos fueron creados *nuevos mercados* desde mediados de los años 1990, en varias jurisdicciones, que retomaron la experiencia del NASDAQ no solamente en sus propósitos sino en su forma de operación y modelo de organización basado en la autorregulación y en el cumplimiento de estándares internacionales (HIERRO, 2001:223). Estos nuevos mercados están orientados a nuevos emisores, innovadores, relacionados con la tecnología, y de gran potencial de crecimiento (Hierro, 2001:224), que cumplen con principios de buen gobierno corporativo.

Algunas de las experiencias más significativas de segundos mercados, y de sus 'herederos' los nuevos mercados, son las siguientes:

2.1 Estados Unidos

Dados los altos estándares de cotización en Estados Unidos que mantiene el mercado principal, esto es la Bolsa de Valores de Nueva York NYSE, la opción que han tenido las empresas que no alcanzan a cumplir con estos requisitos es cotizar en la Bolsa Americana de Valores AMEX o en las bolsas regionales (NIETO CAROL, 1993:103). Estas bolsas son: Filadelfia, del Pacífico, Chicago, Boston y Cincinnati, que conforman el grupo de bolsas con menores requisitos de ingreso que la bolsa de Nueva York NYSE y que en algún momento fueron consideradas como serias competidoras de los mercados sobre el mostrador u OTC (HIERRO, 2001:109).

La experiencia más importante de mercado paralelo en Estados Unidos la constituye el mercado electrónico de cotización denominado *National Quotation of NASD* NASDAQ, creado como un mercado sobre el mostrador, sin localización física y totalmente libre, pero que por las características del mercado de este país se puede catalogar más bien como un tercer mercado (NIETO CAROL, 1993:82;104). Nacido el 8 de febrero de 1971 (Hierro, 2001:116), el NASDAQ actualmente funciona como un mercado electrónico de *market makers*, es manejado por la Asociación de Intermediarios de Valores de Estados Unidos (NASD)² y en este cotizan empresas llamadas de tecnología, entre ellas de informática, telecomunicaciones y biotecnología, entre otras. Además de su "espectacular" crecimiento, este mercado se identifica porque a pesar de haber sido considerado en algún momento como un mercado de aclimatación, los emisores, una vez empiezan a cotizar en este sistema, no pasan a la NYSE a pesar de llegar con el tiem-

po a cumplir los requisitos exigidos por esta bolsa (HIERRO, 2001:110).

En el mercado NASDAQ OMX cotizan actualmente un total de 2.913 empresas de las cuales el 90% son locales y el resto de fuera de Estados Unidos (WFE, 2009:86). A mayo de 2009 la capitalización bursátil era de 2.773.684,3 millones de dólares (WFE, 2009:32). En cuanto a número de emisores inscritos el NASDAQ OMX puede estar al mismo nivel al de NYSE.

De otro lado, en Estados Unidos ha existido un marcado interés por encontrar instrumentos que posibiliten el acopio de capital nuevo por parte de pequeños negocios y emprendimientos por el mercado de valores, y por más de 25 años la *Securities and Exchange Commission* SEC ha desarrollado un esfuerzo constante en este sentido (COX, 2007:5). Estos pequeños negocios representaban en 2007 el 99.7% de las firmas que proveían empleo y casi la mitad del total del empleo privado, con entre el 60% y el 80% de nuevos puestos de trabajo generados en dicho año; un papel importante dentro de las empresas exportadoras; y una contribución significativa a la producción de nuevas patentes (COX, 2007:5-6).

Lo que se ha encontrado como mecanismo para el acceso de estas empresas al mercado de valores ha sido la imposición de menores requisitos de información, a través de lo establecido en la Regla 144 y la Regla S. Así mismo, desde hace relativamente pocos años y como respuesta a la tendencia al deslistamiento que se presentó especialmente entre las firmas de fuera de Estados Unidos que se habían acogido a dichas regulaciones, pero que debían atender a mayores costos por la implantación de la *Ley Sarbanes Oxley* (SEC, 2007), se simplifi-

caron los requisitos de información contable de manera que para tales empresas dejó de ser obligatorio el cumplimiento de los principios de contabilidad generalmente aceptados PAAG dejando solamente como requisito la entrega de dicha información en los formatos IFRS (COX, 2007:5).

Al respecto, constantemente se están estudiando nuevas recomendaciones respecto a la clasificación de "pequeños negocios" con el fin de ampliar la posibilidad de beneficiarse de los requisitos de acceso al mercado más livianos de esta categoría. De esta forma, se ha considerado por ejemplo la extensión de la reducción de requisitos contables a las empresas privadas locales catalogadas como negocios pequeños.

2.2 Reino Unido

El caso del Reino Unido hace parte junto con Francia y Alemania de un primer grupo de países que a pesar de tener mercados oficiales diferenciados, por diferentes causas no habían podido crear mecanismos de acceso adecuados a las PYMES, de manera que crearon segundos mercados diseñados para sociedades grandes pero con tamaños menores que las que cotizaban en el mercado principal (HIERRO, 2001:155)³.

En el Reino Unido se creó un segundo mercado denominado *Unlisted Securities Market* (USM) en el que podían participar emisores que cumplieran con tener un 10% del capital emitido en el mercado y tres años de cotización, y no se exigía un determinado tamaño. Estos requisitos eran más ligeros que los solicitados en el mercado principal, en donde se exigía el 25% de capital en el mercado en forma permanente en al menos 5 años, además de una capitalización mínima de 700.000 libras esterlinas (NIETO

CAROL, 1993:127). Este mercado fue creado en 1980, aprovechando lo establecido en la Norma 163(2) de la regulación del mercado de valores (HIERRO, 2001:159) y funcionó hasta 1996.

De otro lado, el tercer mercado estaba constituido por compañías jóvenes y con expectativas de crecimiento, y a estas empresas no se les exigía registro (NIETO CAROL, 1993:127). Este mercado fue creado ante la persistencia que seguía teniendo el mercado extrabursátil, a pesar de la existencia del mercado USM; para la admisión de un nuevo emisor se requería un 'patrocinador' y el cumplimiento de los requisitos establecidos por la LSE; y funcionaba mediante operaciones telefónicas. Sin embargo, no fue efectivo en la provisión de recursos de financiación para las empresas pequeñas y medianas por lo que fue desactivado en 1989 y transferidos los emisores a la USM (HIERRO, 2001:164).

Actualmente existe en el Reino Unido un mercado alternativo o tercer mercado denominado *Alternative Investment Market* AIM creado en la Bolsa de Londres en junio de 1995. Este segmento está destinado a las empresas más pequeñas pero con un gran potencial de crecimiento, además de empresas nuevas y aquellas constituidas con fondos de riesgo. Sus reglas son más flexibles que el mercado principal y funciona con el esquema de especialistas. En él cotizan actualmente cerca de 3.000 compañías con emisiones por más de 60 billones de libras esterlinas (LSE, 2009)⁴.

Este mercado AIM entraría dentro de la clasificación de nuevo mercado, y en este se trató de equilibrar los altos estándares regulatorios del mercado londinense con el propósito de facilitar la cotización de emisores que "no se adaptaban bien a los

tradicionales mercados bursátiles" pero sin disminuir la protección a los inversionistas (HIERRO, 2001:235).

2.3 España

La conformación de las empresas en España tiene como característica una alta presencia de grupos empresariales en sectores como el financiero, el de servicios públicos, el de comunicaciones y el petroquímico, y un acceso restringido al mercado de valores de empresas pequeñas y medianas (HIERRO, 2001:201). Sin embargo, ya desde los años 1940 existía un activo mercado extrabursátil que bajo la figura de Bolsines operaba especialmente en la ciudad de Barcelona, de gran actividad industrial, en donde se le conocía como Mercado Libre de Valores (HIERRO, 2001:202).

El segundo mercado fue establecido por iniciativa privada, dentro del reglamento de la Bolsa de Comercio de Barcelona, y abrió sus puertas el 22 de diciembre de 1982 (HIERRO, 2001:204-205). Posteriormente se dictó el Real Decreto 710 de 1986 (NIETO CAROL, 1993:82) con lo cual se oficializó el segundo mercado bursátil en la Bolsa de Madrid, con el propósito de facilitar el acceso y permanencia de las empresas pequeñas y medianas en los mercados de valores, las cuales no podían acceder a los mercados principales por su reducido tamaño.

Para la admisión a negociación en segundo mercado se aplican las reglas generales, con excepción de la capitalización bursátil mínima y los requisitos de divulgación de información suficiente (ARRAUZ, 2007:541). Sin embargo, lo que sí deben hacer el emisor es designar a un miembro del mercado para que facilite la liquidez secundaria del valor durante todo el tiempo que dure su presen-

cia en el mercado, cumpliendo aproximadamente la labor que hacen los creadores de mercado (ARRAUZ, 2007:541).

Este miembro del mercado se denomina una sociedad de contrapartida, con la que se firma un contrato por el cual dicha sociedad se compromete a atender públicamente las ofertas y demandas de títulos por valor equivalente al 20% de los títulos emitidos, facilitando la liquidez secundaria de los mismos (HIERRO, 2001:215). La sociedad de contrapartida debe fijar precios de compra y venta con diferencias máximas del 10% entre uno y otro si se trata de acciones o 3% si se trata de obligaciones hipotecarias o convertibles, y a dichos precios deberá ponerse en firme como mínimo por el 2% de las acciones en segundo mercado (HIERRO, 2001:215).

Actualmente hay un segundo mercado en cada una de las cuatro bolsas que forman el sistema bursátil interconectado español, pero los volúmenes y número de emisores son meramente "testimoniales", y a diferencia de lo que acontece en otros ámbitos, el segundo mercado español se hace por el sistema de corro, lo que posiblemente haya sido la causa de una pérdida de interés por parte de emisores e inversionistas⁵. Pero algunos autores establecen que el poco éxito de este mercado puede deberse a las complejas relaciones entre los emisores y las sociedades de contrapartida, y a la forma como deben cumplirse los requisitos de liquidez mínima, entre otros (HIERRO, 2001:216).

A diciembre de 2008 hubo negociaciones en este mercado por 32 millones de euros, con una caída importante respecto de 2007 cuando fueron de 193 millones de euros (en 2008 las negociaciones totales por bolsa en España fueron de 1.243.387 millones de euros) (CNMV, 2009: 37).

De otro lado, en 2000 mediante la Circular 1 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores se reglamentó el denominado Nuevo Mercado con lo que se reconoció que la distinción entre mercado principal y segundo mercado era insuficiente para atraer a cotización a las empresas de alta tecnología o con alto potencial de crecimiento⁶. Este mercado 'tecnológico' tomó como referencia a otros mercados europeos y por supuesto se realizó en cumplimiento de la Directiva de Servicios Inversión de la Unión Europea.

De esta forma, la Circular 1 de 2000 establece que tendrán acceso al denominado Nuevo Mercado las empresas de mayor riesgo, que se entienden aquellas cuya actividad principal se enmarque en un "sector innovador tecnológicamente puntero" en procesos o productos; o aquellas que tengan potencial de crecimiento. Estas empresas deberán cumplir con los requerimientos de la Ley del Mercado de Valores de inscripción y emisión, y respecto de requisitos especiales de información específica que deberán revelar en su folleto informativo descripciones del ciclo económico, aspectos tecnológicos y elementos de incertidumbre y riesgo, entre otros, y al menos una vez al año un reporte explicativo de la evolución del proyecto económico, planes de inversión y perspectivas del negocio.

Por último, las estadísticas oficiales del mercado español no diferencian los tipos de mercado. Lo más aproximado al tema que se encuentra es la evolución del índice general IBEX Small CAP que corresponde a la evolución de las empresas de mediana y pequeña capitalización bursátil en el Sistema Interconectado, que está integrado por 50 valores de mayor capitalización ajustado por el capital flotante y excluidos los valores que

hacen parte del índice general IBEX 35, siempre y cuando los emisores tengan un flotante de más del 15% y una rotación anualizada sobre dicho capital real superior al 15%⁷. Al respecto, el último informe disponible de la Comisión Nacional de Valores Mobiliarios indica que este índice tuvo caídas importantes en 2008, de 51,8%, perdiéndose casi todo el incremento notable de 2007 que fue del 57,8% (CVM, 2009:34)⁸.

2.4 Mercado EASDAQ

Desde la época de la Comunidad Europea ha existido un alto interés por el desarrollo de mecanismos de financiación para las PYMES, que se compagina con la creación de un sistema financiero único en Europa y por supuesto de los objetivos de la política industrial de la Comunidad (HIERRO, 2001:317). Así, el mercado EASDAQ surge como un esfuerzo que se pretendía paneuropeo, que retoma las enseñanzas del fracaso de los segundos mercados en los años 1980, con el objeto de apoyar la creación de empresas medianas, de rápido crecimiento y ligadas a la tecnología, así como la obtención de recursos de capital riesgo por parte de estas empresas, que deben cumplir principios de gobierno corporativo (HIERRO, 2001:317-318; 347)⁹.

Es de anotar que en la creación de este mercado se encuentran referencias constantes al mercado NASDAQ. Así, fue creada en 1994 la Asociación Europea de Intermediarios de Valores EASD y el *European Association of Securities Dealers Automated Quotation* EASDAQ, con domicilio en Bélgica, y con el objetivo por parte de la EASD de "organizar mercados de valores que sean accesibles para sociedades emisoras de tamaño reducido y rápido crecimiento" (HIERRO, 2001:321-322). El

EASDAQ cuenta con el apoyo de los mercados del Reino Unido y Francia, el mercado NASDAQ y la Asociación Europea de Capital Riesgo EVCA (HIERRO, 2001:322).

Respecto de su organización, este mercado reproduce la de la Bolsa de Bruselas y distingue entre la administración empresarial que está a cargo de un consejo de administración, y las funciones reguladoras que realiza la Autoridad de Supervisión del Mercado. Otras autoridades son la Comisión Nacional de Apelaciones, externa al EASDAQ, y la Comisión de Banca y Finanzas, organismo de supervisión del gobierno belga (HIERRO, 2001:330)¹⁰.

Por último, el mercado NASDAQ adquirió el control del EASDAQ en 2001¹¹. La capitalización de mercado de NASDAQ OMX *Nordic Exchange*¹² a mayo de 2009 era de 664.465,8 millones de dólares, correspondientes a 809 compañías (WFE, 2009:32-33). En capitalización bursátil este mercado tiene un tamaño similar a las bolsas de Johannesburgo, Corea y Shenzhen (WFE, 2009:33).

2.4 Brasil

El segundo mercado en Brasil se conoce como mercado balcón. Una de sus manifestaciones más importantes fue el mercado operado por la *Sociedade Operadora do Mercado de Acesso SOMA*, creado en 1996 por las bolsas de *Rio de Janeiro* y de *Paraná* (Portugal, 2005:77) con el propósito de dar un espacio para la negociación de empresas pequeñas, medianas o recién privatizadas, o aquellas de desarrollo tecnológico, y se ideó al estilo del sistema de cotización NASDAQ en Estados Unidos, esto es mediante un sistema electrónico y con la participación obligatoria de *market makers*. Este mercado tuvo un gran éxito inicial dado que a los

cinco meses de funcionamiento tenía 170 socios, 50 creadores de mercado y 16 empresas listadas a cotización, y completaba operaciones por más de 5 millones de reales (FAGUA, 1998:17).

Hoy en día el mercado balcón está regulado por la *Instrução CVM* n. 243 de 1996, y corresponde a un mercado de negociación de títulos sin sitio físico, que tiene como propósito abaratar los costos de emisores pequeños. Se divide en mercado organizado, gobernado con pautas de autorregulación, y mercado no organizado. Según el portal del inversionista de la Comisión de Valores Mobiliarios de Brasil¹³, el primero de estos pretende crear un ambiente "informatizado y transparente" de registro de operaciones, de menor riesgo y con mayor información para los inversionistas. En este mercado las transacciones se realizan entre inversionistas calificados, de manera virtual o por teléfono, y se negocian valores emitidos por compañías registradas en la CVM pero no en bolsa tales como acciones, *debentures*, cuotas de fondos de inversión inmobiliarios, fondos cerrados, fondos de inversión en derechos de crédito y certificados de recibos inmobiliarios, entre otros, e igualmente todos los valores como acciones, títulos públicos y privados, participaciones en fondos de inversión y *commodities* que hacían parte del Fondo Soma adquirido por la *Bolsa de São Paulo* BOVESPA en 2002. Igualmente, en este mercado actúan corredores de valores miembros de BOVESPA, y además bancos de inversión y distribuidoras de valores.

Otra experiencia del mercado brasileño conducente a proveer recursos a empresas pequeñas y medianas la constituye la expedición en 1994 de una regulación por la que se pretendía atraer a fondos de pensiones e inversionistas institucionales a la colocación

de recursos en activos de riesgo (Portugal, 2005:21). Igualmente, se resalta la creación en 2000 del *Fundo Inovar* administrado por la *Financiadora de Estudos e Projetos* FINEP por el que se pretendía promover a pequeños y medianos emprendimientos con la financiación de fondos de riesgo (Portugal, 2005:22). El FINEP está vinculado al *Ministério da Ciência e Tecnologia* MCT y actúa en estrecha colaboración con el *Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico* CNPq (Portugal, 2005:42).

De otro lado, en Brasil también existe un mercado paralelo denominado *nuevo mercado* que reconoce la implantación de estándares altos en materia de buen gobierno corporativo. De esta forma, en 2000 fue creado en la BOVESPA el *Novo Mercado* con el fin de "reducir la diferencia entre la reglamentación y la necesidad de transparencia y de protección a los inversores", utilizando las facultades de autorregulación de la bolsa para "implementar los segmentos con reglas diferenciadas de gobierno corporativo" (BM&F BOVESPA, 2008). En 1999 fue lanzado el *Programa de Apoio às Novas Sociedades Anônimas* con el patrocinio del *Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social* BNDES para promover la cotización de nuevas empresas en este segmento del mercado (Portugal, 2005:22).

Es de anotar que pueden participar en este nuevo mercado emisores en disposición de firmar con la bolsa contratos por los que se comprometen a mantener buen gobierno según las especificaciones que da el reglamento respectivo. A julio de 2008, de 165 compañías listadas en BOVESPA el 37% pertenecían al *Novo Mercado*, las que representaban el 62% de la capitalización bursátil y el 66% del volumen negociado (BM&F BOVESPA, 2008)¹⁴.

Por último, en febrero de 2008 fue inaugurado dentro del *Novo Mercado* un nuevo segmento destinado a lograr un acceso gradual al mercado de valores de nuevos emisores de valores, mediante el sistema de ofertas públicas iniciales IPOs. Al respecto, en 2007 hubo un auge de este tipo de emisiones (BM&F BOVESPA, 2008).

2.5 Perú

Una interesante experiencia en el desarrollo de mercados paralelos la constituye el segmento de capital de riesgo de la Bolsa de Valores de Lima. Este segmento está constituido por empresas mineras denominadas junior, a las que se otorga una opción de obtener financiamiento a través del mercado de valores, así como se da a los inversionistas la oportunidad de obtener rentabilidades más altas que las que obtendrían en el resto del mercado. Estos emisores cumplen con una regulación especial para la emisión de acciones en mercado primario contenida en Reglamento de emisión de acciones con derecho a voto de empresas junior emitido por la Bolsa de Lima¹⁵.

Se denomina empresas junior a las empresas mineras que están en las etapas iniciales de su desarrollo, esto es en exploración o explotación menor a tres años. A su vez se dividen en Junior I que son las constituidas en el país y que pueden inscribir acciones con derecho a voto en la Bolsa de Valores de Lima; las Junior II que están constituidas en el exterior que cotizan en mercados como el *TSX Venture Exchange*, la *Toronto Stock Exchange*, o el *ALM* de la *London Stock Exchange*, entre otros; y las Junior III que son empresas extranjeras, no cotizan en el exterior pero cumplen las mismas condiciones de las Ju-

nior I para inscribir acciones ordinarias en la BVL (DELGADO, 2008)¹⁶.

Es así como el 38% de las empresas mineras con actividades en Perú que cotizan en esta bolsa son las empresas junior del segmento de capital de riesgo (DELGADO, 2008).

3. LA REGULACIÓN EN COLOMBIA

3.1 Requisitos de registro

Como respuesta a las dificultades de acceso a recursos de largo plazo por parte de las empresas pequeñas y medianas y en seguimiento de las recomendaciones que constantemente se han formulado al respecto se desarrolló un marco regulatorio para el segundo mercado que atendió parcialmente a lo que se ha establecido en el ámbito internacional. Es así como se expidió una regulación por la que se pretendía disminuir los requisitos de información y así abaratar los costos de acceso al mercado para las empresas pequeñas y medianas¹⁷, nuevas o en procesos que involucren un mayor riesgo para los inversionistas.

La regulación para segundo mercado se encuentra contenida en los artículos 1.4.0.1 en adelante de la resolución 400 de 1995 de la Sala General de la extinta Superintendencia de Valores¹⁸, que establece menores requisitos de registro que para las emisiones en oferta pública destinadas al mercado principal, de un lado, y de otro, la restricción a la demanda solamente para los inversionistas autorizados¹⁹.

Igualmente, para algunas emisiones particulares también hay menos requisitos, como es el caso de las emisiones de bonos que no se sujetan a los mínimos en monto establecidos para el mercado principal²⁰ o

no requieren de representante legal de tenedores de bonos²¹, y en el caso de los procesos de titularización no requieren incorporar mecanismos de cobertura de riesgo²².

Adicionalmente, cuando se trate de adquirir el control de una sociedad en segundo mercado no se tiene que realizar oferta pública de adquisición en el caso de querer comprar más del 5% de las acciones en circulación.

La regulación establece que podrán negociarse en segundo mercado cualquiera de los títulos que se pueda inscribir y negociar en el mercado público de valores, sean estos de contenido crediticio, de participación o mixtos. Igualmente, los títulos que pertenezcan a una misma emisión no podrán hacer parte en forma simultánea de ambos mercados. En caso de querer cotizar en segundo mercado el respectivo emisor deberán indicarlo en su solicitud de inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores RNVE.

De otro lado, la norma estipula que un emisor que está en el segundo mercado puede solicitar su traslado al mercado principal, pero no se puede dar el proceso contrario. Sin embargo, un emisor podrá solicitar autorización a la Superintendencia Financiera de Colombia para trasladar títulos a segundo mercado cuando realice una oferta de compra a los propietarios de dichos títulos y estos no sean inversionistas autorizados. En tal caso la Superintendencia, previo a la autorización, deberá considerar aspectos relacionados con la protección de los inversionistas.

3.2 La información en el Segundo mercado

El estándar general con respecto a la información en el mercado de valores que es

Tabla 2. Requisitos de registro mercado principal y segundo mercado

REQUISITOS DE REGISTRO MERCADO PRINCIPAL	REQUISITOS DE REGISTRO SEGUNDO MERCADO
	1. Constancia expedida por el revisor fiscal, o por el representante legal para el caso de aquellas entidades que no tienen revisor fiscal, en la cual se certifique el cumplimiento de todos los requisitos legales para efectuar la emisión;
a. Formulario de Inscripción, según el formato establecido por la Superintendencia Financiera de Colombia.	2. Formulario de Inscripción totalmente diligenciado según el formato establecido por la Superintendencia de Valores para el Segundo Mercado
b. Cuando se trate de títulos diferentes a las acciones, reglamento de emisión y colocación y copia del acta de la reunión del órgano competente, de acuerdo con los estatutos sociales, que los aprobó. La decisión de inscripción de acciones deberá adoptarse por la asamblea general de accionistas con el quórum y las mayorías establecidas en la ley o los estatutos sociales para las reformas estatutarias.	
c. Dos ejemplares del Prospecto de Información	
d. Facsímil del respectivo valor o modelo del mismo.	3. Facsímil o modelo del respectivo valor, en el cual deberá incluirse en forma destacada que el mismo sólo puede ser adquirido por los inversionistas autorizados conforme a lo dispuesto en la presente resolución,
e. Cuando el emisor sea una entidad pública, copia de los conceptos y autorizaciones expedidos con el fin de dar cumplimiento a lo dispuesto en el parágrafo 2.º del artículo 41 de la Ley 80 de 1993 y en el artículo 22 del Decreto 2681 de 1993 o a las normas que lo modifiquen o sustituyan.	
f. Los documentos en que conste el otorgamiento y perfeccionamiento de las garantías especiales constituidas para respaldar la emisión, si las hubiere	
g. Certificado de existencia y representación legal de la entidad emisora, expedido por la entidad competente, el cual no deberá tener una fecha de expedición superior a tres meses. No obstante, cuando se trate de entidades nacionales de creación constitucional o legal sólo será necesario acreditar su representación legal	4. Certificado de existencia y representación legal de la entidad emisora.

REQUISITOS DE REGISTRO MERCADO PRINCIPAL	REQUISITOS DE REGISTRO SEGUNDO MERCADO
h. Cuando los títulos estén denominados en moneda diferente al peso colombiano, copia de los documentos que acrediten el cumplimiento del régimen cambiario y de inversiones internacionales.	5. Cuando los títulos estén denominados en una moneda diferente al peso colombiano, deberá anexarse copia de los documentos que acrediten el cumplimiento del régimen cambiario y de inversiones internacionales, cuando a ello haya lugar.
i. Cuando el emisor sea una entidad que se encuentre en etapa preoperativa o que tenga menos de dos años de haber iniciado operaciones, se deberá acompañar a la solicitud de inscripción el estudio de factibilidad económica, financiera y de mercado	
j. Los documentos en que conste el otorgamiento y perfeccionamiento de las garantías especiales constituidas para respaldar la emisión, si las hubiere.	
k. Copia de los estatutos sociales.	
l. Tratándose de procesos de privatización, copia del programa de enajenación y del acto mediante el cual se aprobó.	
m. Constancia sobre las personas que ejercen la revisoría fiscal en la sociedad emisora.	
n. Calificación de la emisión, cuando sea el caso	
o. Los demás que con el fin de cumplir los cometidos establecidos en la ley, resulten indispensables a juicio de la Superintendencia Financiera de Colombia.	

Fuente: Resolución 400 de 1995.

reconocido por la regulación se basa en la entrega oportuna, completa, suficiente y veraz de toda aquella información que pueda ser requerida por el inversionista, con miras a tomar decisiones informadas respecto del riesgo que esté dispuesto a asumir en sus inversiones en el mercado. Este es tal vez el puntal más importante que garantiza el cumplimiento del principio de protección a los inversionistas.

Como es de esperar, la regulación para segundo mercado simplifica los requisitos de información como una manera de abaratar los costos de acceso de empresas pequeñas, medianas, nuevas o en general de mayor riesgo. Así, en lo relativo al prospecto de información, la regulación establece que este se escriba en forma simplificada, en el entendido de que los inversionistas que opten por este tipo de inversiones realizarán su propia búsqueda y análisis de información.

Como se vio previamente, la forma de compensar el mayor riesgo que se presupone para los emisores en este mercado es que demandantes de los valores tengan la capacidad de identificar, medir y controlar su riesgo, y quienes pueden hacerlo son los inversionistas calificados. En tal sentido, inicialmente la resolución 400 de 1995 delimitó el acceso para estas emisiones a aquellos inversionistas que cumplieran con tener un portafolio de inversiones no inferior a 8.500 salarios mínimos legales mensuales, en el entendido de que estos inversionistas contaban con infraestructura, personal e instrumentos técnicos que les permitieran la búsqueda, análisis y evaluación de la información respectiva. También se incluyó a las sociedades comisionistas de bolsa cuando invirtieran sus propios recursos.

Al respecto, con posterioridad a la expedición de la Ley 964 de 2005 Marco para

el Mercado de Valores se produjo un 'auge' regulatorio por el que se quiso desarrollar algunos de los aspectos contenidos en dicha ley. Uno de estos temas desarrollados en la regulación fue la clasificación que hizo el Decreto 1121 de 2008²³ de los inversionistas en profesionales y no profesionales, con el propósito de reconocer los mayores requerimientos de asesoría, información y consejo que tienen los inversionistas no profesionales a quienes también se les denomina clientes inversionistas, obligaciones que quedaron a cargo de los comisionistas de bolsa y asesores de inversión,

De esta forma, el Decreto 1121 de 2008 definió inversionista profesional como aquel que "cuenta con la experiencia y conocimientos necesarios para comprender, evaluar y gestionar adecuadamente los riesgos inherentes a cualquier decisión de inversión", que corresponde entonces a aquellos inversionistas que superen determinado tamaño. En tal sentido, el decreto actualizó las condiciones de acceso al segundo mercado²⁴ en la medida en que actualmente los inversionistas calificados deben cumplir con dos condiciones: en primer lugar, deben tener un patrimonio superior a 10.000 salarios mínimos legales mensuales, y en segundo término adicionalmente deben tener un portafolio superior a 5.000 SML, o tener operaciones de adquisición o enajenación de valores durante un período de 60 días calendario, en un tiempo que no supere los dos años anteriores, en cuantía de más de 35.000 SML.

En estas condiciones, entre los principales inversionistas que clasificarían para estar autorizados a participar en el segundo mercado estarían las carteras colectivas de inversión y los fondos de pensiones y cesantías, entre otros. Sin embargo, no sobra anotar

Tabla 2. Contenido del prospecto de información mercado principal y segundo mercado

CONTENIDO DEL PROSPECTO MERCADO PRINCIPAL	MENCIONES AL PROSPECTO SEGUNDO MERCADO
<p>El contenido del Prospecto de Información será establecido por la Superintendencia Financiera de Colombia, para lo cual podrá atender las particularidades de ciertos tipos de emisores, así como las condiciones específicas por las cuales se produce la inscripción. En todo caso el prospecto deberá incluir cuando menos:</p> <ul style="list-style-type: none"> • las condiciones y características del valor que se ofrece, • las condiciones de la oferta de los valores cuando sea el caso, • las condiciones de las autorizaciones recibidas, <p>La norma instruye a la SFC respecto de que el prospecto debe contener, adicionalmente una descripción clara, completa, precisa, objetiva y verificable del emisor en sus aspectos de:</p> <ul style="list-style-type: none"> • organización • reseña histórica • información financiera • expectativas • riesgos, • proyectos futuros • destinación de los recursos que se reciban como consecuencia de la emisión. <p>La información antes señalada y aquella adicional que considere el emisor que deba ser incluida deberá estar certificada por las personas responsables de la misma.</p> <p>De acuerdo con estas instrucciones contenidas en la Resolución 400, la Superintendencia Financiera de Colombia desarrolló la facultad que se le otorgó dando instrucciones en forma detallada para la redacción del prospecto de información. La norma de la SFC considera entre otros aspectos los siguientes:</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. Nombre comercial del emisor, su domicilio principal y dirección de la oficina principal 2. Advertencia, en caracteres destacados, en cuanto a la restricción que tienen los títulos para su adquisición en el sentido de que por hacer parte del Segundo Mercado ellos sólo podrán ser adquiridos por los inversionistas autorizados; 3. Clase de título que será objeto de la oferta, destinatarios de la oferta, ley de circulación, valor nominal, reglas relativas a la reposición, fraccionamiento y englobe de títulos, monto total de la emisión, series en que se divide la emisión con las principales características de cada una y la advertencia de que el precio se determinará en forma conjunta con los inversionistas autorizados en forma previa a la formulación de la oferta, 4. Para los títulos de contenido crediticio el lugar, fecha y forma de pago del capital y del rendimiento; el sistema de amortización y las demás condiciones financieras de la emisión; 5. Bolsas de valores en que estarán inscritos los títulos, cuando a ello haya lugar 6. Tratándose de bonos que estén acompañados de cupones de suscripción de acciones, las condiciones en que puede realizarse dicha suscripción 7. Tratándose de bonos, el o los diarios en los cuales se publicarán los avisos e informaciones que deban comunicarse a los tenedores por tales medios. La entidad emisora podrá cambiar dicho medio de información cuando previamente se informe de tal circunstancia a los tenedores por medio de un aviso destacado en el diario identificado en el respectivo prospecto;

CONTENIDO DEL PROSPECTO MERCADO PRINCIPAL	MENCIONES AL PROSPECTO SEGUINDO MERCADO
<p>"Art. 2: <u>Obligación de incluir información básica.</u> El emisor deberá incluir en el prospecto toda aquella información que resulte necesaria para que los inversionistas puedan formarse una opinión acerca de las condiciones y características del valor que se ofrece; de las condiciones de la oferta; de la actividad, funcionamiento, organización y expectativas del emisor, de los proyectos futuros, así como de los riesgos a que se puede enfrentar, metodologías y fuentes de información para la valoración; y la destinación de los recursos que se reciban como consecuencia de la emisión.</p> <p>La Superintendencia Financiera de Colombia podrá requerir, en cualquier momento, la corrección, adición o sustitución de la información presentada en el prospecto de información de que trata la presente resolución.</p> <p>"Art. 3: <u>Obligación de incluir información adicional.</u> El emisor deberá incluir en el prospecto toda aquella información que, en adición a la información básica de que trata el artículo anterior, considere relevante a fin de que los inversionistas comprendan las implicaciones positivas y negativas de la inversión a que se invita realizar.</p> <p>En caso de que la oferta se vaya a colocar simultáneamente en el extranjero, la información que sea requerida por el país o países en donde se cotizarán los valores hará parte del prospecto de información y se incluirá en el ejemplar que circule dentro del territorio nacional, en los términos que se establecen en la presente resolución y en las demás normas que resulten aplicables.</p> <p>"Art. 4: <u>Características del Prospecto de Información.</u> La información contenida en el prospecto deberá gozar de las siguientes características:</p> <p>La información del prospecto deberá ajustarse a lo señalado en la presente resolución y en todo caso, su veracidad, congruencia y pertinencia deberá ser certificada, de conformidad con lo establecido en el artículo 1.1.2.4 de la Resolución 400 de 1995, por las personas responsables de la misma.</p>	<p>8. Los estados financieros del último cierre de ejercicio</p> <p>9. La advertencia, en caracteres destacados, de que la inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y la autorización para la oferta pública no implican certificación por parte de la Superintendencia de Valores sobre la bondad del valor o la solvencia del emisor.</p>

CONTENIDO DEL PROSPECTO MERCADO PRINCIPAL	MENCIONES AL PROSPECTO SEGLUNDO MERCADO
<p>1. El prospecto debe estar redactado en idioma castellano, utilizando expresiones claras y sencillas, de forma tal que se permita su fácil comprensión por el público al que se dirige. Lo anterior se entenderá sin perjuicio de lo establecido en el artículo 1.2.4.73 de la Resolución 400 de 1995, o las excepciones que se establezcan en la presente resolución o las normas que la sustituyan, modifiquen o adicionen.</p> <p>2. La información básica y la adicional deberá ser ubicada en el capítulo del prospecto que guarde relación con la misma.</p> <p>3. Cuando en la información contenida en el prospecto se presente un reporte, estadística o alguna otra clase de datos que proceda de una fuente diferente al emisor, deberá indicarse por lo menos la entidad, fecha, metodología de cálculo y medio de publicación de donde se extrajo, junto con una aclaración de que dicha información ha sido incluida en el prospecto con el consentimiento del titular, salvo cuando aquella sea información de carácter público.</p> <p>A continuación la resolución da cuenta en forma muy detallada del contenido puntual del prospecto en lo que se refiere a: portada, autorizaciones, advertencia, glosario, entre otras informaciones, y luego establece el contenido particular dependiendo del valor que se vaya a emitir, esto es: acciones, bonos, papeles comerciales, titularizaciones, entre otros valores. Igualmente, hay instrucciones puntuales dependiendo del tipo de emisor. Además se solicita completa información sobre el emisor.</p>	

Fuente: Resolución 400 de 1995 de la Sala General, Resolución 2375 de 2006 de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Tabla 3. Condición de inversionista profesional que se equipara a inversionista autorizado para segundo mercado

* Valores en millones de pesos corrientes

AÑO	SALARIO MÍNIMO LEGAL	PATRIMONIO **	PORTAFOLIO *	VOLUMEN OPERAC ***
1998	203.826		1.733	
1999	236.460		2.010	
2000	260.100		2.211	
2001	286.000		2.431	
2002	309.000		2.627	
2003	332.000		2.822	
2004	358.000		3.043	
2005	381.500		3.243	
2006	408.000		3.468	
2007	433.700		3.686	
2008	461.500	4.615	2.308	16.152,5
2009	496.900	4.969	2.485	17.391,5

* Hasta 2008 el único requisito era tener un portafolio mayor a 8.500 SML (Resolución 400). ** El Decreto 1121/08 establece un patrimonio superior a 10.000 SML y uno de dos requisitos: portafolio superior a 5.000 SML, u *** operaciones directas o indirectas por valor mayor a 35.000 SML en 15 o más operaciones de adquisición o enajenación en 60 días en un período no mayor a los dos años anteriores.

Fuente: Resolución 400 de 1995 de la Sala General y Decreto 1121 de 2008. Para SML: www.banrep.gov.co.

que una de las características del mercado colombiano ha sido su conservadurismo, de manera que posiblemente la participación de emisiones de mayor riesgo, que serían las que clasificarían dentro del segundo mercado, en los portafolios de estos inversionistas pueda ser muy baja.

Igualmente, vale la pena examinar la orientación de la regulación para segundo mercado en el sentido que lo que hasta ahora se ha pretendido es disminuir los requisitos para realizar oferta pública en mercado primario. Sin embargo, otra forma de asumir el tema es considerar los requerimientos para inscripción en bolsa de valores, es decir para la negociación de papeles de emisores

de mayor riesgo en mercado secundario, aspecto sobre el que hasta el momento no se ha pronunciado la regulación, y el cual bien podría ser desarrollado directamente por la bolsa dentro de las facultades de reglamentación que aún conserva²⁵.

Al respecto, desde 2005 la Bolsa de Valores de Colombia BVC desarrolla el proyecto *Colombia Capital* por el que canaliza recursos de aportantes como el Banco Interamericano de Desarrollo para promover el desarrollo de empresas mediante instrumentos alternativos de financiamiento con un fuerte componente de gobierno corporativo; el lanzamiento de primeras emisiones por parte de compañías; la creación de

fondos de capital privado; y la vinculación de inversionistas de capital de riesgo (BVC, 2009).

Por último, otro instrumento que contiene la regulación colombiana para promover el acceso a financiamiento de empresas pequeñas es el de bonos sindicados. Esta modalidad de emisión está contenida en el artículo 1.2.4.1.1 de la Resolución 400 reformado por la Resolución 135 de 2001 de la Sala General. Mediante esta norma es posible que un número plural de entidades realice una emisión de bonos, mediante un acuerdo de sindicación en el que se indique las obligaciones de cada una de las entidades que lo conforman, y con la condición de que dispongan de aval sobre la totalidad del capital e intereses de la emisión, o que todos los emisores se constituyan en deudores solidarios de la misma. Igualmente, la emisión deberá tener un solo representante legal y ser administrada por una sola

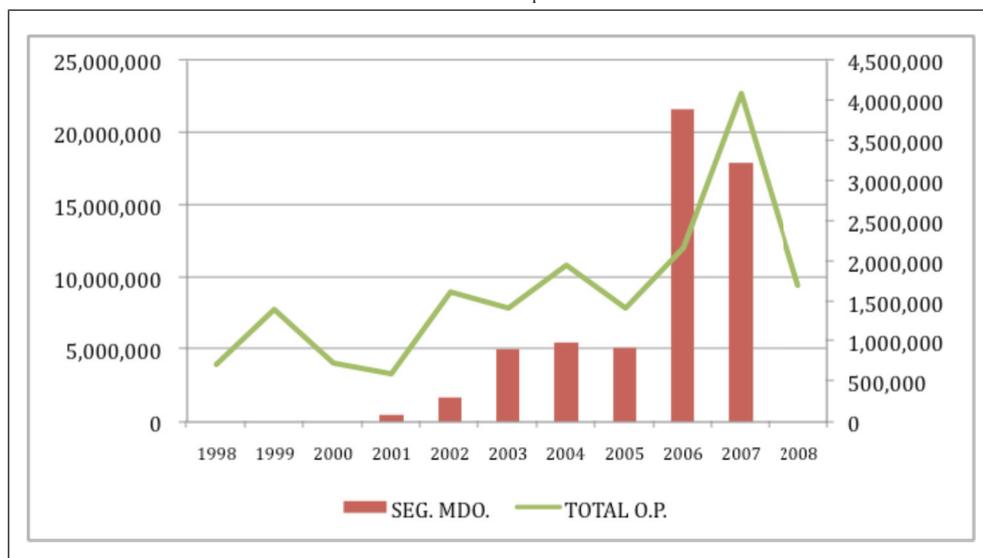
entidad fiduciaria o depósito centralizado de valores²⁶.

Es de anotar que estos acuerdos de sindicación podrán establecerse en el marco de programas de emisión e inscribirse como tales en el Registro Nacional de Valores y Emisores²⁷.

4. EVOLUCIÓN DE LAS OFERTAS PÚBLICAS PARA SEGUNDO MERCADO

Según la información disponible en la Superintendencia Financiera de Colombia, en el período 1998 a 2008 se otorgaron autorizaciones para realizar oferta pública en segundo mercado por valor de 10.3 billones de pesos, el 10.4% del total de ofertas públicas autorizadas en el mismo período. Es de resaltar el crecimiento sostenido de los valores en este tipo de emisiones entre 2001 y 2004, y el aumento significativo que se presentó en 2006 y 2007, cuando

Gráfico 1. Ofertas públicas para segundo mercado 1998-2008
Valores en millones de pesos corrientes



Fuente: www.superfinanciera.gov.co/SIMEV. Elaboración propia²⁸.

se emitieron títulos para segundo mercado en cuantía de \$3.8 billones, el 32.2% de las ofertas, y \$3.2 billones, el 14.2% del total, respectivamente. Igualmente, en los años 1999, 2000 y 2008 no hubo ninguna autorización de oferta pública para segundo mercado.

Es de anotar que del valor autorizado para segundo mercado, un 62%, esto es \$6.4 billones correspondió a titularizaciones, seguido por bonos ordinarios con una tercera parte del total y con un pequeño residuo en dos emisiones, una de papeles comerciales de una empresa privada con el 2% y otra de bonos públicos que representó el 1% del valor total.

Resulta interesante dar un vistazo a los datos de los proyectos de titularización lanzados para segundo mercado en el período 1998-2008. En total, en 41 ofertas públicas correspondientes a por lo menos 28 proyectos se titularizaron flujos de caja, notas y cartera hipotecaria, entre otros subyacentes, emitiendo en todos los casos títulos con derechos de crédito como bonos, títulos de participación o títulos de contenido crediticio. El objeto de estas emisiones fue cancelar pasivos; desarrollar contratos de concesión; facilitar la consecución de recursos para segundas etapas de proyectos de siembra en cultivos de tardío rendimiento; ampliar redes de empresas de telecomunicaciones; ampliar opciones de inversión existentes en el mercado; o dar liquidez a emisiones previas, entre otros objetivos.

En cuanto a las ofertas públicas de bonos ordinarios para segundo mercado, fueron en total 7 correspondientes a 6 emisores, de los cuales dos fueron de entidades bancarias (inscripción automática)²⁹. También se encuentra una gran empresa de telefonía celular³⁰, una hidroeléctrica, una comisionista

de bolsa que ocupa uno de los primeros lugares en tamaño en su sector, y una empresa de salud. El objetivo de estas ofertas fue el prepago de deuda y la consecución de recursos para capital de trabajo, entre otros.

Así, no es claro el cumplimiento de los objetivos de la regulación en cuanto al financiamiento de proyectos económicos de pequeñas empresas o nuevos emisores en el mercado. Por el contrario, quienes han aprovechado este mecanismo de financiación han sido grandes emisores, incluyendo algunas de las empresas más importantes en sus respectivos sectores económicos, e igualmente, se ha aprovechado la regulación para movilizar activos en procesos de titularización correspondientes a proyectos de la más diversa índole, pero que por su tamaño o tipo de proyecto involucrado no se podrían equiparar a empresas pequeñas o medianas.

En cuanto a las cuantías emitidas, estas resultan significativas aún para el mercado principal. En efecto, el valor promedio de emisiones de titularización en segundo mercado en el período se acerca a los 400.000 millones de pesos, mientras que las emisiones individuales de bonos se han hecho en promedio por valores cercanos a los 500.000 millones³¹. Esto al paso que los promedios de emisión para todo el mercado de 2006 a 2008 son cercanos a los \$400.000 millones.

Por último, resulta interesante observar que del total de emisiones en oferta pública para segundo mercado, el 28% de las ofertas no tuvo colocación alguna, al paso que un poco más de la tercera parte de las emisiones aparece como cancelada, incluyendo algunos procesos muy recientes y/o otros con el 100% de colocación. En algunas ocasiones las emisiones fueron absorbidas en

forma mayoritaria por fondos de pensiones y cesantías, al paso que otros compradores fueron carteras colectivas de valores o fiduciarias, aseguradoras y establecimientos de crédito.

CONCLUSIONES

Una de las respuestas que se ha dado en el ámbito internacional a las dificultades de acceso de empresas pequeñas y medianas a recursos de financiación de largo plazo ha sido la constitución de mercados paralelos en los mercados de valores, denominados segundos mercados o mercados balcón. Estos segmentos exigen menores requisitos de tamaño, liquidez e información a las empresas, de manera que se abaratan sus costos de la presencia en el mercado, dentro de un modelo de *segmentación vertical*.

Los resultados de estos segundos mercados son disímiles pero en general son más negativos que positivos, de manera que en muchos de los países han sido desactivados y en otros permanecen solamente como referencia. Algunos ejemplos ya desaparecidos son el mercado ULM de la Bolsa de Londres, y entre los que permanecen está el segundo mercado español, creado dentro de la regulación, que tiene presencia muy marginal en las cuatro bolsas que conforman el sistema interconectado de dicho país.

Así, ante el fracaso de los segundos mercados por no haber podido cumplir con el objetivo de dar acceso a nuevo capital a empresas pequeñas, medianas, nuevas o de mayor riesgo, con un costo colateral derivado de la disminución de los estándares de protección a los inversionistas, surgió como alternativa desarrollada por la autorregulación la creación de terceros mercados denominados *nuevos mercados*, dirigidos a proveer

de recursos y dar acceso a empresas nuevas pero con alto potencial de crecimiento, e innovadoras y muy ligadas a la tecnología. De esta forma se retomó la experiencia exitosa del mercado NASDAQ en Estados Unidos, no solamente en lo relacionado con el tipo de compañías que cotizan sino también con la forma de organización y el cumplimiento de estándares de buen gobierno corporativo.

En estos terceros mercados ha habido algunos resultados positivos, incluyendo por supuesto el del mercado tecnológico NASDAQ OMX en Estados Unidos ya mencionado, que maneja un número de empresas inscritas parecido a los del mercado principal, esto es, la NYSE, o el *nuevo mercado* ALM de la Bolsa de Londres. Es de resaltar también el esfuerzo comunitario para la creación del EASDAQ, en un esfuerzo realizado dentro de la política de desarrollo empresarial de la Comunidad Europea.

Por su parte, en América Latina sobresale el caso de Brasil por dos razones: el desarrollo del segundo mercado denominado Sistema de Acceso Soma, posteriormente absorbido por la BOVESPA, que se convirtió muy rápidamente en una verdadera alternativa para la cotización de empresas medianas, pequeñas, nuevas o recién privatizadas y que es el antecedente más importante del mercado balcón organizado; y la creación del *Novo Mercado* de BOVESPA, desarrollado por la autorregulación, que tiene importantes propósitos de vincular a empresas nuevas, innovadoras y ligadas a la ciencia y la tecnología.

Es de anotar que en todos los casos estudiados de mercados alternativos o paralelos la regulación estipuló la presencia de agentes del mercado que fungieran en un papel similar al de los creadores de mercado o *market makers*, con el propósito de otorgar li-

quidez secundaria a las emisiones de valores en segundo mercado.

En Colombia existe un segundo mercado establecido en la regulación desde mediados de la década de 1990, siguiendo los parámetros del modelo de *segmentación vertical*. Estas normas estipulan menores requisitos para las empresas que quieran cotizar en este segmento en cuanto a información, o requerimientos particulares en ciertas emisiones como las de bonos, papeles comerciales o titularización, pero en contraprestación solicita que los inversionistas adquirentes de estos títulos sean inversionistas calificados, entendiendo por tales los que tengan patrimonios superiores hoy en día a cerca de 5.000 millones de pesos, además de portafolios superiores a 2.500 millones de pesos u operaciones en valores por más de 17.400 millones de pesos. En la regulación no se establece la obligatoriedad de contar con agentes que hagan el papel de creadores de mercado.

De las estadísticas disponibles de emisiones en segundo mercado no es posible corroborar que haya habido una fuente de recursos relevante para pequeñas o medianas empresas, como pudo ser el propósito de la norma, ni por el monto ni por el número de empresas inscritas ni por el tipo de proyectos financiados. Igualmente, no ha habido realmente una diferenciación entre las empresas que acuden al segundo mercado y las que pretenden el acceso al mercado principal, ni por tamaño de los emisores ni por el valor de las ofertas, y por supuesto, no hay nada que indique que las verdaderas pequeñas y medianas empresas hayan tenido interés en dicho mercado.

En efecto, el 63% del valor de las ofertas públicas para segundo mercado en el período 1998-2008 correspondió a titularizacio-

nes de proyectos de la más diversa índole, tales como concesiones para obras públicas, siembras de cultivos de tardío rendimiento, redes de empresas de telecomunicaciones, entre otros, con montos que estuvieron entre los 400.000 y 500.000 millones en promedio, aun superiores a los del mercado principal en los últimos años, mientras que el 34% de las ofertas para segundo mercado fueron emisiones de bonos ordinarios por parte de empresas que estuvieron entre las más importantes dentro de sus respectivos sectores económicos.

Cabe la pregunta entonces respecto de la pertinencia de reformar este régimen haciendo más claros sus propósitos e instrumentos. Sin embargo, queda la duda de si dado su escaso tamaño y baja liquidez, se podrá hacer en el mercado colombiano las diferenciaciones necesarias para empresas pequeñas y medianas, nuevas con potencial de innovación y crecimiento, o de mayor riesgo, y absorber nuevos emisores en una cantidad que justifique realmente tener abierto este segmento del mercado de valores.

De pronto sería más pertinente desarrollar en la autorregulación (entendida aquí como la capacidad de la bolsa de expedir su propio reglamento) un espacio para el capital de riesgo tomando experiencias como la de Perú y su espacio de cotización para empresas junior desarrollado por la autorregulación, o el de Brasil que mediante la creación de fondos de capital de riesgo pretendió atraer a fondos de inversión colectiva con capacidad financiera para absorber el mayor riesgo de empresas medianas y pequeñas. Este podría ser el caso del proyecto *Colombia Capital* de la Bolsa de Valores de Colombia.

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.
- ARRAUZ, GREGORIO (2007), *Emissiones, ofertas públicas de venta, y admisión a negociación de valores en un mercado secundario oficial*. En: Régimen Jurídico de los Mercados de Valores y de las Instituciones de Inversión Colectiva, Francisco Uría Fernández, Coordinador, Temas La Ley, Grupo Walters Kluwer, 2007, p. 523-588.
- BM&F BOVESPA a nova bolsa, *Novo Mercado, la experiencia del gobierno corporativo* presentación en PDF. En: www.bovespa.com.br, 2008.
- BVC Bolsa de Valores de Colombia *Proyecto Colombia Capital* 2009. En: http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/Estudios_Tecnicos?action=dummy Consulta julio 13 de 2009.
- 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.
- BOVESPA Bolsa de Valores de São Paulo (2008). *Novo Mercado*. Em: www.bovespa.com.br. Consulta: julio 12 de 2009.
- COX, CHRISTOPHER (2007). *Mutual Fund Prospectus Simplification, Financial Statements Using IFRS, Small Business Capital Formation, Simplified Reporting, and Disclosure Reforms*. SEC Open Meeting, Washington: nov. 15, 2007. En: www.sec.gov. Consulta: julio 12 de 2009.
- CVM Comisión Nacional del Mercado de Valores de España (2009). *Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas*. En: http://www.cnmv.es/index_n.htm?publicaciones/publicaciones2.htm~/p_publicaciones_2.html. Consulta: julio 12 de 2009.
- 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".
- FAGUA, NÉSTOR (1998). *Market Makers o Especialistas del mercado bursátil*. Bogotá, Superintendencia de Valores, 1998.
- FEDESARROLLO (2004), *Preparación para las negociaciones comerciales en el área de servicios financieros en el TLC con Estados Unidos*. Bogotá. WP.
- HIERRO, SANTIAGO (2001), *El nuevo mercado de valores tecnológicos*, Universidad de Alcalá de Henares - Colección Estudios de Derecho Mercantil, Madrid, Cívitas, 2001.
- 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.
- NIETO CAROL, UBALDO. *El mercado de valores, organización y funcionamiento*. Madrid: Bolsa de Madrid, 1993.
- 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. Em: www.cvm.gov.br. Consulta agosto 8 de 2008.

- SEC Securities and Exchange Commission (2007). *SEC Soliciting Public Comment on Eliminating Reconciliation Requirement for IFRS Financial Statements Press Release*. En: www.sec.gov.co. Consulta: julio 12 de 2009.
- Superintendencia Financiera de Colombia, *SIMEV Ofertas Públicas*. Disponible en www.superfinanciera.gov.co. Consulta: julio de 2009.
- 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 2009.
- , *Régimen del Mercado Público de Valores*, Bogotá, 2001.
- WFE World Federation of Exchanges, Report , n.º 196, jun. 2009. En: <http://www.world-exchanges.org/files/statistics/excel/WFE%20Annual%20Report%20140509.pdf> Consulta julio 12 de 2009.
- 1 Contexto: Revista de Derecho y Economía, n.º 28, 2009, pp. 77 a 102. 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 Un antecedente de este mercado es el sistema diario de cotización de la NASD creada en 1939, llamado de *pink sheets*, que publicaba los precios de las negociaciones en el *National Quotation Bureau* que servía de referencia a los intermediarios para realizar sus operaciones en forma telefónica (HIERRO, 2001:115).
 - 3 Un segundo grupo de países serían Bélgica y Grecia en los que se dirigió este segmento del mercado a empresas pequeñas, y un tercer grupo estaría constituido por Dinamarca, Holanda e Italia en cuyo caso ya existía un mercado oficial no accesible que fue dividido en diferentes segmentos (HIERRO, 2001:155).
 - 4 Cfr. <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/for-companies/companies.htm>
 - 5 <http://www.bolsabilbao.es/bolsa/es/html/estructura-es.html#segundo>
 - 6 http://www.injef.com/revista/empresas/injef_000218.htm
 - 7 Ver en www.cnmv.es.
 - 8 A pesar de que existe un índice IBEX Nuevo Mercado no se encontró estadísticas de su evolución. La inclusión en este índice no obsta para conformar el índice general IBEX 35. Ver www.cnmv.es.
 - 9 El proyecto EASDAQ surge de la Decisión PYME 93/379/CEE de junio de 1993 sobre un programa de acciones comunitarias dirigidas a la consolidación de la política empresarial de la Comunidad Europea.
 - 10 Otra iniciativa que se desarrolló en la Unión Europea fue la del EURO.NM, nuevo mercado descentralizado conformado como una red de mercados europeos autónomos que tienen criterios de negociación únicos y estándares de difusión de información. Esta iniciativa no tuvo mayor éxito y se "disolvió" en 2001 (HIERRO, 2001:352).
 - 11 Ver en Actualidad Jurídica VLex de marzo 29 de 2001 www.vlex.com
 - 12 Conformado por las bolsas de Copenhague, Helsinki, Estocolmo, Islandia, Tallen, Riga y Vilna (WFE).
 - 13 www.cvm.gov.br; www.portaldoinvestidor.gov.br/
 - 14 A dicha fecha el total de compañías listadas en bolsa era de 448, al paso que en el mercado balcón organizado había 89. En: BM&F BOVESPA, 2008.
 - 15 <http://www.bvl.com.pe/scr/inicio.htm>
 - 16 <http://www.iusetveritas.com/lente-juridico/las-empresas-junior-en-el-segmento-de-capital-de-riesgo-de-la-bolsa-de-valores-de-lima.html>
 - 17 A pesar de que pueda parecer que estas empresas puedan corresponder a las PYMES, realmente la regulación del mercado de valores no delimita el acceso según si las compañías cumplen condiciones de PYMES. Las PYMES están definidas en las leyes 590 de 2000 y 905 de 2004 y corresponden a empresas con activos entre 500 y 30.000 salarios mínimos legales, esto es, entre 248.5 y 14.907,0 millones de pesos.
 - 18 La Superintendencia de Valores hace parte actualmente de la Superintendencia Financiera de Colombia, luego de su proceso de 'fusión' con la Superintendencia Bancaria en cumplimiento del Decreto 4327 de 2005. La resolución 400 de 1995 se encuentra actualmente vigente.
 - 19 Es de recordar que la Resolución 400 unificó las normas expedidas por la Sala General hasta 1995. Como antecedente de la regulación de segundo mercado se encuentra la resolución 0707 de 1994

- de la Sala General. La Sala General de la Superintendencia de Valores fue eliminada en la Ley 964 de 2005 Marco del Mercado de Valores.
- 20 Cfr. Artículo 1.4.0.16 de la Resolución 400.
- 21 Cfr. Artículo 1.4.0.15 de la Resolución 400.
- 22 Cfr. Parágrafo del Artículo 1.3.4.4 de la Resolución 400.
- 23 Este decreto reguló lo relativo a la intermediación de valores.
- 24 Cfr. Artículo 1.4.0.5 de la Resolución 400.
- 25 En efecto, si bien la autorregulación salió del ámbito de la Bolsa de Valores de Colombia y quedó en cabeza del Autorregulador del Mercado de Valores AMV a partir de la vigencia de la Ley 964 de 2005 Marco del Mercado de Valores, la BVC continúa teniendo facultades para expedir sus propios reglamentos. No obstante, recientemente se conoció que el Gobierno nacional está trabajando en un proyecto para regular el segundo mercado en relación con los requisitos para inscripción en bolsa. Ver *'Revive la idea de un 'Segundo Mercado' al cual puedan acudir empresas con requisitos más flexibles'*, en el diario económico Portafolio de julio 13 de 2009.
- 26 Dentro de la información de ofertas públicas aprobadas en el período 1998-2008 se identificó lo que podría haber constituido un proceso de emisión de bonos sindicados en 2001, por valor de \$60.000 millones, que fue realizado por cinco entidades.
- 27 Cfr. Parágrafo del Artículo 1.2.3.1 de la Resolución 400 modificado por Resolución 352 de 2002 de la Sala General.
- 28 En 1998 hubo una emisión en segundo mercado por valor de 5.097 millones de pesos.
- 29 Llama la atención que una de las emisiones más grandes correspondería a una entidad bancaria que está dentro de las más grandes del país, que actualmente es el resultado de varios procesos de fusión. Sin embargo, no fue posible corroborar esta información contra los prospectos de emisión y colocación, dado que en todos los casos consultados las ofertas salieron para mercado principal.
- 30 Este emisor también realizó un proceso previo de emisión de bonos en mercado principal, así como uno para papeles comerciales en segundo mercado.
- 31 Una emisión de una entidad bancaria fue por 1.5 billones de pesos.