

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES

Director: Sergio Clavijo

ISSN 1909-0137

Con la colaboración
de Ana María Zuluaga
y David Malagón



OCTUBRE 9 DE 2014

EDICIÓN 82

EL SEGUNDO MERCADO DE VALORES Y SU REGULACIÓN

El “Segundo Mercado” (SM) es un esquema de financiación creado por el gobierno, según la Resolución 400 de 1995, hoy incluida en el Decreto 2555 de 2010. Su objetivo es facilitar el acceso al mercado de capitales local a un mayor número de emisores. Dicho mecanismo busca ser una fuente alternativa de recursos para aquellas empresas que no han podido emitir en el Mercado Principal, debido a los estrictos requerimientos financieros, de información y los costos que ellos implicaban.

Sin embargo, el despegue de dicho SM ha sido lento. Por ejemplo, se ha encontrado que solamente un 3% (alrededor de \$0.3 billones; 0.04% del PIB) de las emisiones de bonos corporativos se ha logrado canalizar a través del SM. Más aun, dentro de él, el acceso de las pequeñas y medianas

empresas (Pymes) ha sido prácticamente nulo (ver revista *Coyuntura Pyme* No. 43 de octubre de 2013).

En virtud de lo anterior, el gobierno expidió recientemente el Decreto 1019 de mayo de 2014, con el fin de flexibilizar dichos requisitos y ampliar así el acceso al mercado de valores, pensando especialmente en las Pymes. Allí jugarán un papel central los inversionistas profesionales, quienes serán los únicos autorizados para adquirir estas emisiones, aprovechando que son agentes especializados en la gestión del riesgo de este tipo de activos.

En esta edición de *Enfoque* analizaremos las nuevas disposiciones regulatorias relacionadas con el SM a nivel local. También referenciaremos algunas experiencias internacionales sobre la materia. Por

último, presentaremos las conclusiones del caso.

El Segundo Mercado: características y regulación

El SM es un segmento alternativo de financiación dentro del mercado de capitales de Colombia. Está reglamentado por la Resolución 400 de 1995, hoy incluida en el Decreto 2555 de 2010. En este segmento, los procesos de originación y negociación de los títulos valores cuentan con unos requerimientos regulatorios más flexibles que los exigidos en el mercado tradicional o Mercado Principal. Por ejemplo, se cobran menores tarifas en algunos trámites y existen requisitos algo más laxos para el ingreso al mercado de valores (ver cuadro 1).

Cuadro 1. Diferencias entre el Mercado Principal y el Segundo Mercado en Colombia

Concepto	Mercado Principal	Segundo Mercado
Tiempo de respuesta de la SF a la solicitud	30 días hábiles	10 días hábiles
Costo de inscripción en el RNVE	0.08x1.000 del patrimonio del respectivo emisor	0.04x1.000 del patrimonio del respectivo emisor
Derechos de oferta pública	0.35x1.000 sobre el monto total de emisión	No se cobra por los derechos de oferta pública
Monto mínimo de 2.000 SMLV* para emisión de bonos y papeles comerciales	Sí	No
Representante de tenedores de bonos	Sí	No
Implementación de mecanismos de cobertura y apoyo crediticio en titularización de activos	Sí	No
Inscripción en el RNVE y autorización de la oferta pública	Luego de la evaluación, análisis y revisión de los documentos exigidos, mediante la resolución se autoriza la inscripción en el RNVE y se autoriza su oferta pública.	Los valores se entenderán inscritos en el RNVE y su oferta pública será autorizada al remitir los documentos exigidos.

*Salario Mínimo Legal Vigente.
Fuente: Superintendencia Financiera.

* La información contenida en el documento anterior no compromete a Deceval, ni constituye asesoría legal de su parte en la materia.

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



OCTUBRE 9 DE 2014

PÁGINA 2

Como ya se comentó, el SM no ha sido utilizado masivamente como mecanismo de acceso al mercado de capitales. Desde el punto de vista de la oferta, su limitado uso obedece a que algunas empresas, particularmente las Pymes, consideran que los procesos de emisión conllevan a una revelación excesiva de su información financiera y contable. Desde la perspectiva de la demanda, sobresalen las asimetrías de información que se generan entre dichos emisores, los reguladores y los inversionistas, pues varias de estas empresas interesadas en buscar recursos por primera vez en el mercado de valores no cuentan con “historia financiera”. Ello obedece a la carencia de un marco de referencia que permita corroborar la veracidad de la información suministrada por dichas empresas “primerizas” al regulador y a los inversionistas, generando desconfianza e incertidumbre en estos últimos.

También ha incidido que las Pymes prefieren financiar sus necesidades de inversión con crédito tradicional, en vez de recurrir al mercado de valores. Por ejemplo, según la Gran Encuesta Pyme de Anif, aproximadamente el 45% de estas empresas accedió al crédito bancario durante el período 2006-2013; el otro 55% no utilizó fuentes alternativas de financiación.

Por tales motivos, el gobierno expidió el Decreto 1019 de 2014, por medio del cual se modifica el marco normativo del SM, haciendo más expeditos sus procesos de emisión y reduciendo sus costos asociados. Así, se pretende promover la utilización de este mecanismo y solucionar las asimetrías de información de sus potenciales beneficiarios, como las Pymes y los emisores de “una sola vez” (v. gr. consorcios de obras de infraestructura). A continuación se presentan los principales aspectos introducidos por la mencionada norma:

El Decreto 1019 de 2014 modifica el marco normativo del Segundo Mercado, haciendo más expeditos sus procesos de emisión y reduciendo sus costos asociados. Así, se pretende promover la utilización de este mecanismo y solucionar las asimetrías de información de sus potenciales beneficiarios, como las Pymes y los emisores de “una sola vez” (v. gr. consorcios de obras de infraestructura).

- No se requiere calificación de riesgo para inscribir en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) a aquellos títulos que vayan a ser negociados en el SM. Para dicha inscripción, el emisor debe enviar previamente a la Superintendencia Financiera (SF) la documentación exigida para tal efecto. Allí se destaca: i) constancia del representante legal que certifique que el prospecto de colocación se ha puesto a disposición de los inversionistas autorizados (inversionistas profesionales); ii) modelo del respectivo título; y iii) advertencia que indique que la inscripción en el RNVE no implica una certificación de la SF sobre la bondad del título o la solvencia del emisor.

- Aquellos emisores que tengan inscritos títulos en el RNVE y deseen

inscribir otro título en el SM, no deben presentar la documentación que repose en dicho registro.

- Los emisores pertenecientes al SM deben actualizar su registro en el RNVE, remitiendo a la SF los estados financieros de fin de ejercicio y una constancia del representante legal que certifique la actualización y envío de la información relevante (sobre su situación financiera, contable, jurídica, etc.) a los inversionistas actuales y potenciales.

- Los emisores del SM voluntariamente pueden someter sus títulos a una calificación de riesgo por parte de una entidad autorizada para ello por la SF.

- Para la autorización de las ofertas públicas de títulos que se vayan a negociar en el SM, el emisor debe enviar a la SF la siguiente documentación: i) comunicación suscrita por el representante legal que manifieste la intención de realizar la oferta pública en el SM; ii) prospecto de información (prospecto de autorización); iii) certificación del representante legal en la que se haga constancia del trato equitativo a todos los inversionistas autorizados con relación al suministro de información; y iv) proyecto de aviso de oferta dirigido a todos los inversionistas autorizados interesados.

- Luego de dicha autorización, el emisor cuenta con un plazo máximo de 3 meses para empezar la promoción de los títulos con los inversionistas potenciales, poniendo a disposición de ellos la información que sea requerida para tomar la respectiva decisión de inversión. Este procedimiento lo puede realizar directamente el emisor

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



OCTUBRE 9 DE 2014

PÁGINA 3

o a través de comisionistas de bolsa o corporaciones financieras. Dicho proceso no está sujeto a la supervisión de la SF.

- Las emisiones en el SM también pueden realizarse mediante la estructuración de programas de emisión y colocación.

- La oferta y colocación de títulos del SM debe llevarse a cabo durante los 6 meses siguientes a la autorización de la oferta pública. No obstante, si el emisor lo solicita, la SF puede prorrogar dicho plazo, por una sola vez, por un tiempo igual.

- Los emisores del SM pueden inscribirse voluntariamente en una Bolsa de Valores (BV) o en un sistema de negociación. Para esto, deben remitir a dichas entidades la misma información contenida en el prospecto de autorización.

- Con relación al prospecto de autorización requerido por la SF, este debe incluir, como mínimo, los siguientes aspectos: i) información comercial del emisor; ii) características de los títulos objeto de la oferta (v. gr. valor nominal, monto de la emisión, reglas de reposición, etc.); iii) BV o sistema en que se encuentran inscritos los títulos, en caso de haber optado por dicha

inscripción; iv) advertencia que especifique que estos títulos solo pueden ser adquiridos por inversionistas profesionales; y v) advertencia que señale que la inscripción de los títulos en el RNVE y la autorización de su oferta no garantizan la bondad, ni el precio o negociabilidad de la emisión, entre otros aspectos.

- Las emisiones que se realicen en el SM pueden tener garantías otorgadas por entidades locales y extranjeras.

- Los emisores que deseen pertenecer al SM deben remitir un prospecto de colocación a los inversionistas autorizados que hayan mostrado interés en la emisión. Dicho prospecto debe contener, además de lo establecido en el prospecto de autorización, al menos la siguiente información: i) cuando se haya optado por la inscripción voluntaria en una BV o sistema, una advertencia que indique que dicha

inscripción no garantiza la bondad, ni el precio o negociabilidad de la emisión, entre otros aspectos; y ii) las garantías otorgadas, en caso de haber optado por ello.

- La información contenida en el prospecto de colocación puede ser acordada contractualmente entre el emisor y los inversionistas interesados. Esta información debe propender por el trato homogéneo a los mencionados inversionistas para que estos tomen sus decisiones de inversión en igualdad de condiciones.

- Los títulos que formen parte de un SM o equivalentes en el país donde fueron inscritos, pueden ser colocados-negociados en un mercado extranjero mediante acuerdos-convenios de integración de BVs, únicamente cuando la regulación de las jurisdicciones que integran dichos acuerdos-convenios permita la colocación-negociación de títulos colombianos que formen parte del SM en esos países.

Experiencia internacional de los mercados alternativos

A nivel internacional, se han desarrollado estrategias para favorecer la entrada de diversos emisores al mercado de valores. Se destaca el *Alternative Investment Market* (AIM) en Reino Unido, el cual se constituyó como un mercado alternativo de emisión

Cuadro 2. Número de empresas listadas en los mercados alternativos a nivel internacional (Septiembre de 2014)

País	Mercado alternativo	Año de creación	Número de empresas listadas	Empresas listadas por año durante su existencia (Promedio)
Reino Unido*	AIM	1995	1.103	58.1
España	MAB	2008	24	4.0
Chile	Bolsa Emergente	2001	24	1.8
Brasil	Bovespa Mais	2006	9	1.1

*A agosto de 2014.
Fuente: AIM, MAB, BCS y Bovespa.

Escribanos sus comentarios a: areyes@deceval.com.co o avera@anif.com.co

* La información contenida en el documento anterior no compromete a Deceval, ni constituye asesoría legal de su parte en la materia.

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



OCTUBRE 9 DE 2014

PÁGINA 4

de acciones en 1995. Allí, el número de emisores listados pasó de 121 en 1995 a 1.103 en 2014 (ver cuadro 2). En España, en medio de la crisis fiscal y financiera, se creó el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) en 2009. Actualmente, dicho mercado está compuesto por 24 Pymes emisoras de valores, ver revista *Coyuntura Pyme* No. 43 de octubre de 2013.

El buen desempeño de dichos mercados ha radicado en: i) la existencia de marcos regulatorios claros, que han permitido establecer balances adecuados entre requerimientos de información más laxos y las necesidades de liquidez de los inversionistas; ii) la creación de figuras regulatorias para otorgar garantías a los inversionistas (v. gr. intermediarios reputacionales que respaldan la calidad y transparencia en los procedimientos de revelación de información, tal y como ocurre en Reino Unido); iii) incentivar a las Pymes para acceder al mercado de capitales a través de la promoción de la educación financiera, brindando acompañamientos y asesorías; y iv) los estímulos tributarios-económicos para las empresas listadas (v. gr. alivios tributarios del gobierno o el financiamiento de los costos de acceso de las empresas de mediana capitalización al mercado de valores, como en el caso del MAB).

Infelizmente, en América Latina, los mercados alternativos no han sido igual de exitosos que en Europa. Por ejemplo, la Bolsa Emergente de Chile, focalizada en empresas de bajo tamaño, empezó operaciones en 2001 y actualmente cuenta con solo 24 emisores listados. Allí, los relajamientos en los requerimientos de información frente al Mercado Principal

Dentro de las dificultades evidenciadas en América Latina para el posicionamiento de sus mercados alternativos, sobresalen: i) las restricciones por el bajo historial financiero de los potenciales emisores; ii) los altos costos para las empresas derivados de las exigencias constantes de información; iii) la carencia de educación financiera; y iv) la falta de incentivos para el ingreso de las Pymes a dichos esquemas.

no han generado suficientes incentivos para el ingreso de un mayor número de empresas emergentes. Asimismo, el Bovespa Mais de Brasil, creado en 2006 y dirigido al segmento Pyme, apenas tiene 9 emisores inscritos actualmente.

Dentro de las dificultades evidenciadas en la región para el posicionamiento de sus mercados alternativos, sobresalen: i) las restricciones por el bajo historial financiero de los potenciales emisores; ii) los altos costos para las empresas derivados de las exigencias constantes de información, los cuales, muchas veces, son mayores a los beneficios esperados del listamiento; iii) la carencia de educación financiera; y iv) la

falta de incentivos para el ingreso de las Pymes a dichos esquemas.

Conclusiones

Hemos visto cómo la reciente reforma regulatoria al SM, a través del Decreto 1019 de 2014, busca impulsar la participación de nuevos emisores en el mercado de valores local y ampliar las alternativas de inversión para los inversionistas profesionales.

Para ello, con base en la experiencia de América Latina y Europa sobre la materia, se identificaron los principales obstáculos que han impedido la consolidación de nuestro SM. Así, la mencionada norma se focalizó en: i) requerimientos más laxos para la inscripción en el RNVE, la autorización de las ofertas públicas y los prospectos de información; ii) inscripción voluntaria en BVs o sistemas de negociación; y iii) solicitud voluntaria de la calificación de riesgo.

Pese a que dicha reforma regulatoria constituye un avance representativo para el desarrollo financiero local, todavía se evidencian importantes retos en este frente. Por ejemplo, es necesario que el esquema del SM sea complementado con mecanismos que incentiven el ingreso de las Pymes al mercado de valores. También resulta fundamental que dicho esquema esté acompañado por políticas de educación financiera dirigidas a los potenciales emisores, pues menos del 50% de las Pymes accede al crédito bancario para financiar sus necesidades de inversión. Lo anterior contribuiría ostensiblemente a la consolidación del SM como una fuente de recursos para las empresas y como una alternativa de ahorro-inversión dentro del mercado de capitales colombiano.