



LA REFORMA AL SEGUNDO MERCADO: ANÁLISIS DEL DECRETO 1019 DE 2014

CONSTANZA BLANCO BARÓN

Artículo de reflexión

DOI: <http://dx.doi.org/10.15425/redepriv.52.2014.05>

Universidad de los Andes

Facultad de Derecho

Revista de Derecho Privado N.º 52

Julio - Diciembre de 2014. ISSN 1909-7794

La reforma al segundo mercado: análisis del Decreto 1019 de 2014

Resumen

El segundo mercado en Colombia está regulado desde los años 1990 (Resolución 400 de 1995). Se define por los menores costos de la información a divulgar, por la restricción de acceso solamente a inversionistas calificados y porque no ha sido fuente de financiamiento de las pymes. El fracaso de la medida fue parcialmente reconocido por el regulador, quien acaba de expedir el Decreto 1019 de 2014 que tiene por objeto ampliar en número y diversidad los emisores que podrán acudir a este mercado. Teniendo en cuenta que la regulación del mercado de valores obedece a una racionalidad material, por cuanto busca satisfacer necesidades que se detectan en la economía, este artículo tiene por objetivo realizar una evaluación de la reforma al segundo mercado en Colombia, con el fin de verificar los principales cambios propuestos por el regulador, y establecer su verdadero potencial para incentivar la formación de capital de las pymes.

Palabras clave: segundos mercados, regulación de mercados de valores, pymes.

The second stock market reform: Analysis of Decree 1019 of 2014

Abstract

The second market in Colombia exists since the middle of the 90's of XX Century. It has not been the source of financing of emerging companies and, is regulate like a market with lower costs of information to disclose, and restricted access only to qualified investors. The regulation that was reformed in 2014 partially acknowledges this failure: the Decree 1019 aims to expand in number and diversity the issuers that could go to the second market. This article has the objective of conduct an assessment of the reform of the second market in Colombia, bearing in mind that the regulation of the stock market is due to a material rationality. It seeks to verify the main changes proposed by the regulator, and establish their true potential, encourage the formation of capital for SMEs.

Keywords: second stock markets, stock market regulation, emerging growth companies.

A reforma ao segundo mercado: análise do Decreto 1019 de 2014

Resumo

O segundo mercado na Colômbia está regulado desde os anos 1990 (Resolução 400 de 1995). Define-se pelos menores custos da informação a divulgar, pela restrição de acesso somente a investidores qualificados e porque não tem sido fonte de financiamento das PME. O fracasso da medida foi parcialmente reconhecido pelo regulador, que acaba de expedir o Decreto 1019 de 2014 que tem por objeto ampliar em número e diversidade os emissores que poderão acudir a este mercado. Considerando que a regulação do mercado de valores obedece a uma racionalidade material, por quanto busca satisfazer necessidades que se detectam na economia, este artigo tem por objetivo realizar uma avaliação da reforma ao segundo mercado na Colômbia, com o fim de verificar as principais mudanças propostas pelo regulador, e estabelecer seu verdadeiro potencial para incentivar a formação de capital das PME.

Palavras-chave: segundos mercados, regulação de mercados de valores, PME.

La reforma al segundo mercado: análisis del Decreto 1019 de 2014*

Constanza Blanco Barón**

SUMARIO

Introducción – I. CONTEXTUALIZACIÓN – II. EL FINANCIAMIENTO DE LAS PYMES – III. HACIA DÓNDE VA LA REFORMA AL SEGUNDO MERCADO EN COLOMBIA – A. *Comparación entre el régimen anterior y el propuesto* – B. *problemas que la reforma sí abordó frente a los que no tocó* – IV. CONCLUSIONES – Referencias – Anexo.

* Cómo citar este artículo: Blanco Barón, C. (Diciembre, 2014). La reforma al segundo mercado: análisis del Decreto 1019 de 2014. *Revista de Derecho Privado*, 52. Universidad de los Andes (Colombia).

** Economista, especialista en Derecho Financiero y Bursátil, magíster en Estudios Políticos y doctora en Sociología Jurídica e Instituciones Políticas. Actualmente es profesora-investigadora y coordinadora de la Maestría en Derecho con énfasis en Derecho Económico - Investigación, Universidad Externado de Colombia. Lo escrito es de exclusiva responsabilidad de la autora y no compromete a la Universidad. Contacto: constanza.blanco@uexternado.edu.co

Introducción

El segundo mercado en Colombia se define principalmente por los menores costos de información a divulgar y por el acceso solamente a los inversionistas calificados. Está regulado desde el año 1995 por la Resolución 400, actualmente incluida en el Decreto 2555 de 2010, pero según registros de la Superintendencia de Valores (sv) —hoy Superintendencia Financiera de Colombia (sfc)—, solamente hasta 1998 se empezaron a registrar ofertas en este mercado.

La regulación financiera y del mercado de valores obedece a una racionalidad formal-material, en tanto se pretende atender necesidades que se manifiestan en la economía (Morales, 2005). Una de tales necesidades es la dificultad de financiamiento que tienen las empresas más pequeñas, nuevas o poco conocidas, las cuales requieren condiciones especiales para acceder al mercado de capitales.

En tal sentido, la regulación del segundo mercado en Colombia tuvo como propósito abrir un espacio para ampliar el acceso al mercado bursátil a emisores que en principio no pudieran cumplir con los requisitos de información del mercado principal pero que, dado su mayor riesgo, pudieran ofrecer los títulos solamente a inversionistas calificados (Blanco, 2009). Esto se hizo dentro de lo que internacionalmente se conoce como *segmentación vertical* de la regulación (Blanco, 2009).

La regulación para el segundo mercado en Colombia no cumplió sus objetivos, si se conside-

ra, entre otros aspectos, que no fue visto como opción de financiamiento para las pequeñas y medianas empresas (pymes). En efecto, ninguno de los emisores en este segmento del mercado de valores en el período 1998 a 2013 habría correspondido al mencionado tipo de empresas, y más bien las que realizaron oferta pública bien pudieron participar en el mercado principal (Blanco, 2009). Igualmente, se encontró que el fracaso del segundo mercado no era exclusivo del mercado colombiano, y que en el ámbito internacional se había optado por otro tipo de estructuras más del resorte de la autorregulación, como era el caso de los terceros mercados, en el cual participaban empresas ligadas a ciencia y tecnología, con gran potencial de crecimiento, que cumplían con estándares de buen gobierno corporativo, y que pretendían replicar la estructura del mercado NASDAQ de Estados Unidos (Blanco, 2009).

El incumplimiento del propósito de la norma fue parcialmente reconocido por el regulador colombiano, quien en la motivación del Decreto 1019 de 2014 acepta que “el esquema del segundo mercado no ha logrado alcanzar su objetivo en tanto los potenciales emisores no han usado este mecanismo como medio de acceso al mercado de valores”, sin especificar que dentro de tales potenciales emisores estarían las pymes.

Al mismo tiempo, si bien el mercado de valores en Colombia se ha desarrollado en los últimos años hasta llegar al acuerdo de interconexión con los mercados de Chile y Perú en el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), al que se acaba de sumar México, realmente no han cam-

biado en forma sustancial las características de escaso tamaño y baja liquidez que tradicionalmente han caracterizado el mercado principal. Según estadísticas de la Federación Internacional de Bolsas de Valores (WFE por sus siglas en inglés), la capitalización de mercado del mercado colombiano, el número de emisores inscritos y el valor de las transacciones en bonos y acciones en 2013 representaron porcentajes muy bajos en la región.

De acuerdo con lo anterior, este artículo tiene por objetivo evaluar la reforma al segundo mercado en Colombia, contenida en el Decreto 1019 de 2014, con el fin de verificar los principales cambios propuestos por el regulador, y establecer su verdadero potencial para incentivar la financiación de empresas de mayor riesgo, entre las que se encuentran las pymes.

El método que se utiliza es la evaluación interdisciplinaria de tipo cualitativo de la regulación para el segundo mercado en Colombia. Al efecto, con base en el concepto de cadena de valor de la emisión en oferta pública de valores, se compara la regulación contenida en el Decreto 2555 de 2010 con la del Decreto 1019 de 2014 desde la economía neoinstitucional, dado que se enunciarán los costos de transacción del proceso de emisión en oferta pública en el segundo mercado, pero realizando al tiempo un análisis jurídico en el que se seguirá rigurosamente lo dispuesto en la regulación del mercado de valores para dicho proceso. El análisis se enriquece con la revisión de fuentes documentales sobre la financiación de las empresas pequeñas y medianas en el ámbito latinoamericano, y sobre la

regulación del segundo mercado en el contexto internacional.

El artículo se compone de cuatro partes además de esta introducción: en la primera se realiza una contextualización del segundo mercado en Colombia, indicando sus principales cifras en el período 1998 - 2013; en la segunda se hace un análisis de la estructura de financiamiento de las pymes en América Latina, en particular en los países que hacen parte del MILA, y el papel que juega el mercado de capitales como instrumento de formación de capital de estas empresas; en la tercera se evalúa hacia dónde va la reforma, considerando: si estaría modificando la cadena de valor de la oferta pública en mercado primario para segundo mercado, y si dicha propuesta superaría las restricciones al desarrollo del segundo mercado que ya habían sido identificadas en 2009; y por último se establecerán conclusiones.

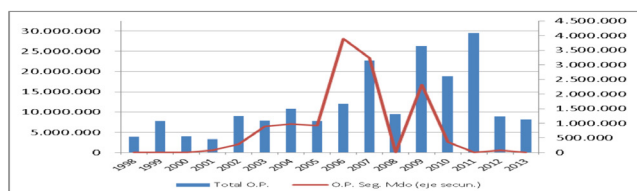
I. CONTEXTUALIZACIÓN

Según las estadísticas publicadas por la entonces *sv* y por la hoy *sfc*, entre 1998 y 2013 se aprobaron 56 emisiones en oferta pública para segundo mercado, correspondientes a emisiones de bonos ordinarios, papeles comerciales y en mayor parte titularizaciones.

Esta modalidad de oferta pública tuvo un período de crecimiento al iniciarse la década de los años 2000, un corto auge entre 2005 y 2007 (en 2006 se registró la mayor proporción relativa de montos autorizados para segundo mercado

en el total de las ofertas públicas, con el 32,2%), un comportamiento irregular entre 2008 y 2010 (en 2008 no hubo ofertas), y a partir de 2010 decayó, al punto que hasta fines de 2013 solamente se autorizaron cuatro procesos (tres en 2010 y uno en 2012).

Gráfico 1. Emisiones en oferta pública para segundo mercado y total de oferta pública 1998 - 2013



Fuente: RNVE-SV 1998-2004 y RNVE-SFC 2005-2013. Elaboración propia. Montos en millones de pesos corrientes.

Casi en su totalidad, los procesos de emisión para el segundo mercado han sido realizados por emisores pertenecientes al sector real de la economía. Entre los emisores y originadores se cuentan: empresas de telefonía celular, organización hotelera, entidades financieras y entidades territoriales. Se han emitido mayoritariamente: títulos en procesos de titularización y bonos ordinarios, y en porcentajes mucho menores: acciones, papeles comerciales y bonos públicos. El objeto de las emisiones en oferta pública realizadas para el segundo mercado ha sido: diversificar opciones de inversión, obtener capital de trabajo o desarrollar operaciones propias, pagar deuda por anticipado, sustituir pasivos o amortizar créditos, comprar activos, desarrollar proyectos y dar liquidez a activos subyacentes, entre otros. En un significativo número de casos la calificación de los títulos

estuvo por encima de Doble A +. La forma de colocación más utilizada fue el *underwriting* al mejor esfuerzo.

Es de anotar que, mientras que el promedio simple por oferta pública (en valores corrientes) en el mercado principal, entre 1998 y 2013 fue de \$295.423 millones por emisión, en el segundo mercado dicho valor fue de \$233.138 millones (en 2007 los valores promedio de las ofertas en ambos tipos de mercado fueron prácticamente los mismos), mostrando esto que empresas que emitieron en el segundo mercado bien pudieron haberlo hecho en el primer mercado.

Por último, no se tiene información fehaciente del desempeño de los títulos emitidos en el mercado secundario. Lo único que se sabe es que en la mayoría de los procesos se inscribieron los títulos a cotización en la Bolsa de Valores de Colombia —entidad que administra el Mercado Electrónico Colombiano (MEC)¹— y que para acceder al mercado no se exige tener *market maker* o creador de mercado, como sí sucede en otras latitudes.

Como se puede colegir de lo anterior, la emisión de valores en oferta pública en el segundo mercado en Colombia no ha sido un instrumento para financiar pequeños negocios o nuevas empresas consideradas como de mayor riesgo; tampoco este mercado se ha comportado como un segmento de aclimatación al primer merca-

1 Una plataforma de negociación de los títulos de deuda privada y pública, incluidos los títulos emitidos en procesos de titularización. Es administrado por la Bolsa de Valores de Colombia (BVC).

do, tal como concluyó Blanco (2009) en anterior artículo.

Vale señalar que la anterior situación no dista mucho de la que existe en otros países de América Latina, en los cuales se observa la inexistencia de un segundo mercado como mecanismo de financiación de las pymes. De lo anterior se exceptuaría Argentina, a la luz de la noticia reciente según la cual, la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) y el Mercado de Valores de Buenos Aires (MERVAL), acaban de firmar un acuerdo para sumarse al Mercado Argentino de Valores (MAV), conformado por bolsas y agentes de valores de las ciudades de Rosario y Mendoza (Presentan en Argentina, 2014). De esta manera, se conforma una plaza de valores de carácter nacional, fuertemente orientada a las pymes, y en la que cotizarán acciones, obligaciones, cheques de pago diferido y fideicomisos financieros.

Otra excepción al comportamiento general es el de Brasil, que recientemente ha adoptado varias políticas entre las que se cuenta la creación de un sistema de cotización denominado Nuevo Mercado de Renta Fija que estará acompañado de un fondo de formación de liquidez con aporte de recursos tanto públicos como privados (Asobancaria, 2014).

De otro lado, Colombia entró en un proceso de interconexión con los mercados de Chile y Perú, el 30 de mayo de 2011, con la creación del MILA. Así, es posible inscribir a cotización títulos de los tres países en las bolsas de Colombia (Bogotá), Lima y Santiago, que conforman lo que se po-

dría denominar un primer mercado integrado. El MILA tenía una capitalización bursátil de cerca de US\$490.000 millones a 31 de diciembre de 2013.²

A este mercado integrado acaba de sumarse la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), para lo cual el 19 de agosto de 2014, parte de los organismos supervisores de México definieron una hoja de ruta que permitirá consolidar el ingreso de este cuarto país al MILA.³ Con esto, el potencial de este mercado integrado podría, incluso, superar al de la mayor bolsa de la región latinoamericana, la bolsa brasileña BOVESPA, al llegar a 724 emisores y cerca de US\$1.1 billones de capitalización bursátil en el mercado principal o primer mercado (Es oficial, 2014).⁴

En lo que respecta al segundo mercado en los países del MILA, se encuentra que en Chile este no existe, pero sí tiene la pretensión de disponer de un mercado privado, dada la reciente presencia de un segmento en la regulación que permite la emisión de valores sin que se considere de oferta pública, cuando se cumpla con las siguientes condiciones: se entregue la información obligatoria, no se realice mediante medio masivo de comunicación y sea dirigida a inversionistas calificados según lo establece la Ley 18.045 y la Norma de carácter general n.º 336

2 Ver página institucional del MILA: <http://www.mercadonila.com/> Recuperada el 29 de agosto de 2014

3 Ver página de la SFC: <http://www.superfinanciera.gov.co> Recuperada el 29 de agosto de 2014.

4 Al respecto, la BMV realiza actualmente operaciones diarias por valor de US\$400 millones, al paso que Colombia y Chile negocian entre US\$180 millones y US\$400 millones, y Perú entre US\$10 y US\$15 millones diarios (Gestión, 2014).

de 27 de junio de 2012 expedida por la Superintendencia de Valores y Seguros (svs).

En el caso de Perú, existe un segmento de capital de riesgo en la Bolsa de Valores de Lima (BVL), en el que las denominadas empresas mineras *junior* inscriben a cotización sus acciones. La respectiva regulación está hoy en día en proceso de reforma a petición de la BVL, con el objeto de facilitar el acceso de nuevas acciones al mercado y el cumplimiento de determinadas obligaciones.⁵

En cuanto a México, en 2006, en la presidencia de Vicente Fox, se anunció lo que se consideró el mayor hito en la historia del mercado de dicho país (Moore et al., 2009). Esto, por la creación de un mercado bursátil alterno u *OTC* (*over the counter*) para pymes, que fue denominado Negociaciones Extrabursátiles, y en el que estas empresas podrían obtener capital a través de la venta de acciones, realizar emisiones de deuda y vender negocios y franquicias. Dicho mercado iba a estar dirigido a inversionistas institucionales y calificados, entendiendo por tales aquellos que tuvieran ingresos de 1,8 millones de pesos mexicanos al año, o que tuvieran un patrimonio líquido de 5,5 millones de pesos mexicanos, y funcionaría en una plataforma virtual pero concretando las negociaciones “cara a cara” (Presidencia de la República, 2006).

En una versión posterior de este segundo mercado para pymes en México se preveía que en el

mercado que sería autorregulado se realizarían posturas en línea, por parte de inversionistas en disposición de ejecutar operaciones por más de US\$1 millón (“Crearán segundo mercado”, 2008). Dicho mercado vio su oportunidad con la reforma a la ley del mercado de valores en junio de 2006, que permitió la emisión de valores sin el registro y sin cumplir todos los requisitos de la oferta pública (Moore et al., 2009). El caso es que tenía 218 compañías listadas en 2009, pero se cerraban menos de diez operaciones (Moore et al., 2009). Hoy en día, el enlace electrónico de dicho mercado no está operando.

II. EL FINANCIAMIENTO DE LAS PYMES

Dados los resultados anteriores, un asunto de suma importancia que conviene analizar es el que corresponde al financiamiento de las empresas más pequeñas o nuevas, y si se debería insistir en que el segundo mercado realmente se constituya en instrumento para este efecto.

La revisión de la experiencia a este respecto en América Latina, realizada por la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal) en 2011, indica que en ninguno de los países evaluados existe el mercado de capitales como alternativa de financiamiento para la creación o fortalecimiento de empresas pequeñas (*start up*); no obstante, sí es posible encontrar iniciativas para la formación de capital semilla o la realización de aportes de recursos a través de fondos de capital riesgo (Ferraro, 2011). En realidad, el financiamiento de las pymes se ha cen-

5 Ver Proyecto de reforma a la normatividad en: http://www.smv.gob.pe/Frm_ConsultaCiudadana.aspx?data=68A0A0F9222AD2430BE96413BAE51BB6A06C027236. Recuperado el 1° de julio de 2014.

trado en el crédito bancario y en el otorgamiento de garantías, bien sea por parte de la banca comercial, o por la canalización de recursos públicos a través de entidades bancarias de segundo piso, o de instituciones no financieras y otros instrumentos como el *leasing* o el *factoring*, o son muy incipientes o no se han desarrollado (Ferraro, 2011).

La experiencia de los países del MILA no se aparta de lo anterior: en el caso de Chile la política se ha dirigido a la financiación mediante crédito, a juzgar por las alternativas ofrecidas en las páginas de entidades oficiales como el Banco de Chile o Propyme Chile.⁶ Lo más aproximado al mercado de valores es la posibilidad de financiamiento para la creación o expansión de empresas con alto potencial de crecimiento, con recursos provistos por fondos de inversión de riesgo que aportarían capital o crédito, recursos que a su vez provienen de créditos de largo plazo otorgados por la Corporación de Fomento a la Producción (Corfo) (Ferraro, 2011).⁷

En Perú tampoco aparece el mercado de valores como una opción de financiamiento para las pymes. Por el contrario, estas se han concentrado en el segmento intermediado del sistema financiero como es el crédito a través de entida-

des bancarias, cajas rurales y cooperativas de ahorro y crédito. Incluso se usan las tarjetas de crédito como fuente de financiamiento (Rivas Peña y Rojas Ardila, 2013).

Lo anterior se replica en Colombia, en donde aparecen varios esfuerzos para el desarrollo de las pymes, entre los que se cuentan: el financiamiento por banca de segundo piso como es la Banca de Oportunidades, una entidad no financiera; la disposición de garantías por parte del Fondo Nacional de Garantías (FNG) y la provisión de capital semilla por parte del Fondo Emprender del Servicio Nacional de Aprendizaje (SENA) (Ferraro, 2011). Excepto por el incentivo a la creación de fondos de riesgo, promovidos por Bancoldex (Proyecto Colombia Capital), no se considera la utilización del mercado de valores en el financiamiento de estas empresas.⁸ Para Zuleta el promedio de participación del mercado de capitales como fuente de financiación para las pymes en Colombia es del 3% (citado por Ferraro, 2011).

Por último, en México existe un programa denominado “México Emprende”, y un Fondo de Apoyo para la Pequeña y Mediana Empresa (Fondo Pyme) conformado con recursos del Gobierno, que se canalizan a través de un sistema de ga-

6 Ver en la página de Propyme Chile/Servicio Nacional de Capacitación y Empleo del Gobierno de Chile: <http://www.propymechile.com/entrevistas/3867-pymes-tips-financiar-emprendimiento.html>, Corporación para el Fomento de la Producción (CORFO): <http://www.corfo.cl/sobre-corfo> y Banco de Chile: [https://www.bancochile.cl/wps/wcm/connect/Banca-Pyme/Portal/Financiamiento+Pyme/Recuperadas el 1 de julio de 2014](https://www.bancochile.cl/wps/wcm/connect/Banca-Pyme/Portal/Financiamiento+Pyme/Recuperadas%20el%201%20de%20julio%20de%202014).

7 La asistencia financiera de CORFO se concentra en las empresas más pequeñas a través de instituciones no bancarias, y en el desarrollo de mecanismos de garantías (Ferraro, 2011).

8 El proyecto Colombia Capital fue desarrollado en primera instancia por parte de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), que tenía como objetivo el financiamiento de proyectos mediante la emisión de títulos por parte de empresas no inscritas en el RNE, dándole gran importancia a las prácticas de buen gobierno corporativo. Los fondos financian proyectos de desarrollo cinematográfico, de prestación de servicios públicos, de infraestructura, de desarrollo forestal, entre otros. Estos fondos actúan bajo el esquema de *hand in*, de manera que involucran un componente de intervención en la administración de las compañías (Ferraro, 2011). Actualmente los fondos de capital privado están regulados por el Decreto 2555 de 2010 (reformado por el Decreto 1242 de 2013, artículos 3.3.1.1.1 en adelante).

rantías, instituciones no bancarias y programas emergentes, entre otros.⁹ En todo caso, se aclara que se trata de programas de carácter público, con recursos provenientes de los impuestos, que no deben ser utilizados con fines políticos, electorales o de lucro. Al respecto, el mercado de valores no es presentado dentro de las opciones de financiamiento.

La escasa presencia del mercado de capitales como mecanismo de financiación para la creación o impulso a empresas en América Latina contrasta con los esfuerzos en otros ámbitos. Sobresale el caso de Estados Unidos, en donde el tema es motivo de la política pública dirigida a la creación de empleo y el incremento del acceso de las compañías “emergentes” en crecimiento a fuentes de formación de capital (Lewis, 2014), entre ellas el mercado de capitales. De hecho, el objetivo misional de la Comisión de Valores de Estados Unidos (SEC por sus siglas en inglés) es: proteger a los inversionistas; mantener un mercado organizado, justo y eficiente y facilitar la formación de capital (Lewis, 2014).¹⁰

Es así como en Estados Unidos fue promulgada en 2012 la *Jobs Act (Jumpstart Our Business Startups Act)*, con el propósito de buscar incentivos para las pequeñas empresas y nuevos negocios (*start up business*), permitiéndoles obtener capital en forma eficiente. Dicha ley crea una nueva categoría de emisores de valores

denominados “compañías emergentes en crecimiento” (EGC por sus siglas en inglés), a las que dota de capacidad para realizar ofertas públicas iniciales (IPO por sus siglas en inglés), así como incrementar el número de tenedores de títulos y les permite, a dichas compañías, obtener recursos de financiamiento a través de nuevas excepciones a los requisitos de registro previstos en la Ley de Valores y Bolsas de 1934 (Ernst and Young, 2013).

Según el pronunciamiento de la Casa Blanca, la *Jobs Act* tiene los siguientes tres elementos: (i) el *crowdfunding*, (ii) la expansión de las ofertas públicas pequeñas (*mini public-offers*), y (iii) la creación de ofertas públicas iniciales en la versión *on-ramp* o de programa introductorio al mercado (“Presidente Obama”, 2012). Esta norma fue considerada “la más importante pieza de regulación del mercado de valores en la ... década” (Towsend, 2014).

En cuanto al *crowdfunding*, se trata de una técnica de obtención de capital mediante la cual las empresas pequeñas y los nuevos negocios consiguen muchos aportes de un gran número de inversionistas, usualmente vía Internet (Levin, Nowakowsk y O’Brien, 2013). Según Kitchens y Torrence (2012) hay aproximadamente 60 000 inversionistas individuales que podrían proveer financiación a las empresas pequeñas o nuevos negocios, y el *crowdfunding* podría crear 60 millones de nuevos “ángeles” inversionistas, como se les denomina.

Es de anotar que otros propósitos que buscó el gobierno estadounidense con esta ley fueron:

9 Ver en: <http://www.fondopyme.gob.mx/2010/segmento.asp?Tema=3>. Recuperado el 29 de agosto de 2014.

10 Los dos primeros objetivos corresponden a los propuestos a los reguladores de los países por la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, 2003).

la creación de empleo y el desarrollo económico (Fargnoli, 2013; Townsend, 2014; Kitchens y Torrence, 2012), al autorizar el acceso de empresas pequeñas y medianas al mercado de capitales mediante la desregulación de la oferta pública que permitiera disminuir los costos de emisión de dichas empresas (Fargnoli, 2013).

El capítulo IV de la *Jobs Act* está dedicado a la formación de capital de los pequeños negocios. Entre otras previsiones, la ley agrega una nueva excepción al requisito de registro de la oferta pública ante la SEC para cierto tipo de ofertas pequeñas que cumplan algunas condiciones. La Regulación D queda así con tres excepciones a los requisitos de registro de emisores, dos de ellas (Reglas 504 y 505) que tienen el objeto de ayudar a los pequeños negocios a conseguir capital, con ofertas entre 1 y 5 millones de dólares, y una tercera excepción (Regla 506) entendida como un “puerto seguro” no exclusivo que no limita el tamaño de las ofertas públicas, pero que establece que los valores pueden ser comprados por un número ilimitado de inversionistas acreditados,¹¹ y por más de 35 inversionistas no acreditados sometidos a ciertas restricciones (Levin, Nowakowski y O’Brien, 2013).

Así, según Aguilar (2013) se crea en el mercado de Estados Unidos un segmento denominado

Tier 2 con las siguientes características: realiza los requerimientos de información y obliga a las empresas a incluir balances auditados en su información de oferta; se asegura de que la SEC tenga la oportunidad de revisar y comentar la oferta que va a ser divulgada; limita la cantidad de valores que los inversionistas pueden adquirir según su ingreso o utilidad anual; y exige a los emisores de los valores en la categoría de la Regulación A+ (*Regulation A Plus*), el archivo de la información que sea divulgada mientras se colocan los valores a por lo menos 300 inversionistas.

Dentro de las condiciones establecidas por la *Jobs Act* están: un límite al monto de títulos que pueden adquirir los inversionistas: US\$2.000 o 5% de la oferta (el que sea mayor) para personas que ganen menos de US\$100.000, y US\$100.000 o 10% (la que sea menor), para personas que ganen más de US\$100.000 (Sec. 302(a) (6) (B)). Adicionalmente la ley define las compañías “emergentes” en crecimiento como aquellas que tienen menos de US\$1 billón de ganancias anuales en el último año (Sec. 101(a) (19)).

El objetivo de la *Jobs Act* de 2012 fue, en parte, enfrentar el problema de costos altos que tienen las compañías en su proceso de consecución de recursos, causados por las “fricciones de información” asociadas con la búsqueda de contrapartes, costos que significan mayores dificultades para las compañías más pequeñas que para las más grandes (Lewis, 2014). Igualmente, estas empresas se enfrentan a costos de registro y de seguimiento por el supervisor

11 Se debe entender por inversionista acreditado en la regulación de Estados Unidos, aquel individuo que haya tenido en los últimos dos años un ingreso anual de más de US\$200.000, o de US\$300.000 si se cuenta el de su esposo/a, o que haya tenido en conjunto con su esposo/a un patrimonio líquido por más de US\$1 millón con algunas exclusiones. Algunos inversionistas acreditados pueden ser: bancos, intermediarios de valores, compañías de seguros, compañías de inversión registradas, entre otras (Levin, Nowakowski y O’Brien, 2013).

que no pueden absorber tan fácilmente (Lewis, 2014; Gallagher, 2013). De hecho, uno de los costos que habría eliminado fue el de la obligación de reporte externo de auditoría contenido en la Sec. 404 (b) de la *Sarbanes Oxley Act* (sox), que cobijaba al 98% de todas las empresas “públicas” desde 1970 (Towsend, 2014).

Las autoridades del mercado en Estados Unidos esperaban que con esta ley, más de 20 000 compañías que realizaron ofertas privadas a inversionistas sofisticados por menos de US\$1 billón entre 2009 y 2012, pudieran ser elegibles para emitir valores al mercado de pequeños inversionistas a través de portales o comisionistas, es decir, para el proceso de *crowdfunding*, con menos requisitos de oferta (Lewis, 2014). También confiaban en que las ofertas privadas contribuyeran con cantidades importantes de capital al crecimiento de las empresas, con el uso de canales como: capital de riesgo, fondos privados de acciones (*equity*) y otros (Lewis, 2014).

No obstante que la ley busca coadyuvar en la formación de capital, no por ello olvida la protección de los inversionistas. De hecho, el presupuesto para balancear los dos objetivos (consecución de recursos para las empresas y protección de los inversionistas) fue considerar que la confianza de los inversores es un “prerrequisito vital” para una eficiente formación de capital (Walter, 2012). Así, la regulación tuvo en cuenta la ampliación de los inversionistas a aquellos menos sofisticados, y la posibilidad de que se produjeran situaciones de fraude o venta de títulos sin que se entendiera completamente el

riesgo de las inversiones (Walter, 2012). Sin embargo, la información continúa siendo la piedra angular de la protección de los inversionistas, tal como se desprende de los requerimientos de divulgación que contiene la ley.¹² Esto estaría en contradicción con las críticas que ha suscitado la nueva ley al considerar que disminuyó los niveles de protección a los inversionistas (Fargnoli, 2013).

Ahora bien, la razón de incluir en este artículo, con bastante detalle, la regulación estadounidense para financiación de negocios pequeños y empresas en crecimiento, es resaltar la importancia que el gobierno de Estados Unidos da a estas empresas en la política económica, y la forma como se incluye el mercado de capitales (es decir recursos de los inversionistas) dentro de dichas fuentes de financiación, sin desconocer sus principios de protección de los inversionistas y eficiencia del mercado.¹³ Contrasta esto con la posición de los gobiernos latinoamericanos, que prefieren canalizar presupuestos públicos a través de intermediarios bancarios o no bancarios, y en algunos casos establecen estrategias de acompañamiento técnico a estos emprendimientos.

12 Respecto de las obligaciones de revelación de información y de los informes de auditoría requeridos, ver sec. 102 a 105 de la *Jobs Act*.

13 La *Jobs Act*, junto con la *Sarbanes Oxley Act* y la *Dodd Frank Act*, son tal vez las más importantes reformas a la Ley de Valores de Estados Unidos, resultantes la primera del trabajo de un *task force* (Ernst and Young, 2013), y las otras dos de la reacción de los reguladores a dos crisis de diferente naturaleza y magnitud. No obstante, las tres reformas mantienen como eje fundamental de la regulación la protección de los inversionistas, lo que se manifiesta en diferentes previsiones en cada una de ellas para garantizar la divulgación de información y el mantenimiento de la confianza de los inversionistas en el mercado de valores. Ver, entre otros, Barsness (2014).

III. HACIA DÓNDE VA LA REFORMA AL SEGUNDO MERCADO EN COLOMBIA

Teniendo presente que, según lo anterior, una cosa es el segundo mercado y otra las fuentes de financiamiento de las pymes, en esta sección se evalúa la reforma al segundo mercado introducida por el Decreto 1019 de 2014.

Es de anotar que la expedición de la norma que se comenta fue precedida por la publicación, en marzo de 2013, de un proyecto inicial denominado Documento conceptual: reforma normativa al segundo mercado.¹⁴ Mediante dicho proyecto se pretendía modificar la normativa con el fin de crear un “régimen híbrido” de oferta pública y privada de bonos, que permitiera aumentar el volumen de emisión de bonos corporativos en Colombia. Esto, apoyado en la evaluación de experiencias de otros países con similar desarrollo del mercado documentadas por el Banco Mundial, y justificado por la que resulta ser una inexistente relación con la financiación de las pymes.¹⁵

Dicho proyecto de regulación del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) fue posteriormente modificado en diciembre de 2013, por el que finalmente dio lugar a la expedición del Decreto que se está estudiando, y buscó principalmente: (i) aumentar la responsabilidad de los emisores, sus agentes de reputación y co-

locadores en relación con la calidad de la información para el mercado y para el supervisor; (ii) ampliar los límites del régimen de inversión de los inversionistas institucionales para que pudieran adquirir títulos emitidos en el segundo mercado; y (iii) disminuir al mínimo los requisitos de información haciendo más flexible la relación entre emisores e inversionistas, de acuerdo con sus necesidades (Asobancaria, 2014). Además, pretendiendo un mayor desarrollo del mercado, el proyecto de reforma incluyó: la utilización de garantías otorgadas por entidades nacionales y extranjeras; el listado de los valores y emisores en países con los cuales hubiera convenios de integración; y la inclusión de los valores emitidos dentro de las inversiones admisibles de los fondos de pensiones (Asobancaria, 2014).

En dicho proyecto se nota la clara orientación a la creación de un mercado privado para bonos corporativos, bajo supuestos de costos excesivos de información y tiempos de trámite, y de barreras al acceso por las restricciones establecidas en regímenes normativos de los inversionistas profesionales, que son quienes pueden adquirir títulos en este mercado (Asobancaria, 2014). No obstante, el proyecto no resuelve de fondo el problema estructural de financiación de las pymes, que preferirían el crédito bancario o de proveedores como fuentes de recursos.¹⁶

Para el análisis del Decreto 1019 de 2014 se hará una comparación entre este y el régimen anterior, contenido en el Decreto 2555 de 2010

14 Publicado en la página del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, en marzo de 2013. Al mismo le fueron realizados comentarios.

15 En efecto, como se dijo *supra*, las pymes no utilizan el mercado de capitales para obtener recursos financieros.

16 Tal situación está reconocida en diversos estudios, como el del Banco de la República y Fedesarrollo (2011), referenciado por la Asobancaria (2014).

(que absorbió a la Resolución 400 de 1995), con el fin de establecer qué abordó y qué no tocó la reforma al segundo mercado. Al efecto se puede consultar el anexo.

A. Comparación entre el régimen anterior y el propuesto

La comparación entre el régimen del segundo mercado contenido en la Resolución 400 de 1995 (hoy en el Decreto 2555 de 2010) y la nueva propuesta del Decreto 1019 de 2014 que modificó el anterior, se realiza utilizando una estructura de cadena de valor de la oferta pública antes y después de la reforma.

Lo que se conoce como cadena de valor de Porter es un instrumento que permite analizar las actividades de una empresa o negocio como si fueran eslabones que, en la medida en que se van desarrollando, van agregando valor al producto final. Dichas actividades pueden ser “primarias o de línea”, o de “apoyo o soporte”, y la identificación de estas y de su desempeño permite determinar fortalezas, debilidades y costos, así como ventajas competitivas de cada una (Kume, s. f.).

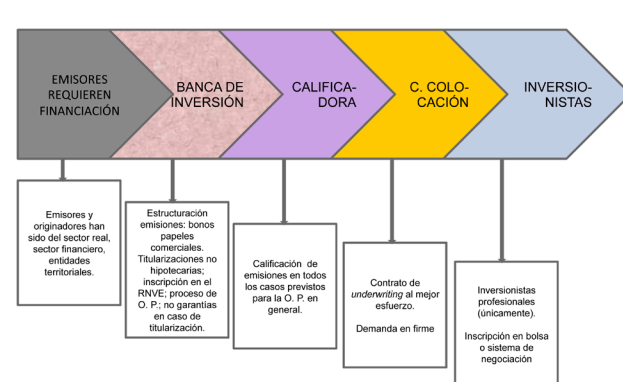
En el caso de la emisión en oferta pública de valores para segundo mercado, se entiende como “empresa” la emisión final de los papeles, y como actividades “de línea” que agregan valor hasta obtener el producto final: la estructuración de la oferta, la inscripción en el registro, la calificación y el desarrollo del contrato de colocación o *underwriting*. Igualmente, las actividades de apoyo son: el depósito de valores, la administra-

ción de la emisión y el proceso de subasta u otro para la colocación de los papeles.

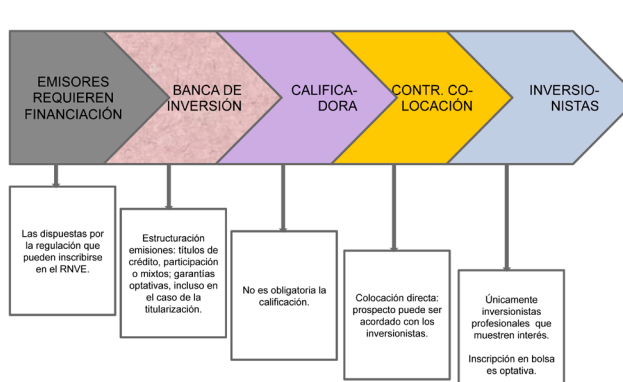
El concepto de cadena de valor de la oferta pública, antes y después de la reforma, se puede ilustrar como aparece en las gráficas 2.1 y 2.2:

Gráfica 2. Cadena de valor de la oferta pública para mercado primario en segundo mercado (actividades primarias)

2.1. Régimen del Decreto 2555 de 2010



2.2. Régimen del Decreto 1019 de 2014



Fuente: elaboración propia.

Así, la cadena de valor de la oferta pública en segundo mercado, en el régimen anterior (Decreto 2555 de 2010) es la siguiente:¹⁷

1. Empresas requieren financiación: un potencial emisor (u originador en los procesos de titularización) selecciona la opción de ir al segundo mercado, al considerar aspectos relativos al costo de las emisiones, el mercado objetivo y la facilidad de realizar oferta pública, entre otros. Estos emisores u originadores corresponden a cualquiera de los sectores de la economía, y deben cumplir con los requisitos de registro y autorización de oferta pública establecidos en el Decreto 2555 de 2010 (antigua Resolución 400).

2. Estructuración de la oferta: una vez determinada la viabilidad de realizar emisión de valores en lugar del crédito bancario, y el mercado objetivo de la oferta, el estructurador (banca de inversión) establece las características de la emisión en cuanto a: monto de la emisión; tipo de título; series, plazos y tasas si aplican (en el caso de títulos de deuda), o precios (en el caso de acciones) y demás requisitos exigidos, que son menores para segundo mercado según se ve en Blanco (2009); determina lo relativo a las garantías; decide respecto de la inscripción para cotización en mercado secundario y realiza el proceso de inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) para segundo mercado. Los datos de la oferta son desarrollados

en el prospecto de información, cumpliendo los requisitos establecidos en la regulación.

3. Calificación: este paso es obligatorio. Dados los menores requisitos de información en las ofertas para segundo mercado, posiblemente se consideró que la calificación constituía un aspecto necesario para garantizar información a los inversionistas.

4. Colocación de la oferta: implica definir la forma de colocación, que puede ser directa o mediante la suscripción de un contrato de colocación o *underwriting*, que se realiza con una sociedad comisionista de bolsa (scb).

5. Inversionistas adquieren los títulos: la cadena de valor en mercado primario termina cuando los inversionistas tienen los títulos en su poder. En este caso, dichos inversionistas corresponden a los calificados o profesionales.¹⁸

Como actividades de apoyo o soporte hay dos que no están explícitas en lo expuesto, pero que hacen parte del proceso de emisión: el depósito de la emisión y la expedición del *macrotítulo* por parte del depósito de valores, y la definición del administrador de la emisión que deberá encargarse de las relaciones con los inversionistas.¹⁹

¹⁷ Para el procedimiento que se debe adelantar para realizar oferta pública en primario en segundo mercado ver el Decreto 2555 de 2010 artículo 5.2.3.1.13 en adelante.

¹⁸ El Decreto 1121 de 2008, que reformó la Resolución 400, cambió la denominación de estos inversionistas de calificados a profesionales. Ver Blanco (2009). La definición de inversionista profesional se encuentra en el artículo 7.2.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010. Ver también artículo 5.2.3.1.5 del Decreto 2555 de 2010.

¹⁹ En las emisiones de títulos de deuda en segundo mercado no se requiere designar representante legal de tenedores de bonos (Cfr. artículo 5.2.3.1.15 del Decreto 2555 de 2010).

El paso definitivo para la emisión lo constituye la publicación del aviso de oferta pública, el cual debe contener los anteriores datos incluidos por la regulación como menciones obligatorias. Dicho aviso debe publicarse en un diario de amplia circulación, advirtiendo que los destinatarios de la oferta son solamente los inversionistas calificados y, como en todas las ofertas públicas, que la SFC no tiene responsabilidad respecto de la bondad del valor ni sobre la solvencia del emisor.

Con la reforma, en lo esencial no se ven cambios estructurales en la cadena de valor: los pasos de la oferta, los emisores potenciales, los valores que pueden emitirse y los inversionistas son los mismos. Las modificaciones al régimen del segundo mercado establecidas por el Decreto 1019 de 2014, cuyo detalle se puede ver en el anexo, tendrían como propósito disminuir los costos de transacción en la inscripción y en algunos pasos del proceso de oferta pública.

Concretamente, las modificaciones en la cadena de valor que introduce el régimen actual (Decreto 1019 de 2014) son las siguientes (se conserva la numeración previa):

1. Empresas requieren financiación: no tiene cambio. Cualquier emisor que cumpla con las condiciones de inscripción en el Registro puede realizar oferta en segundo mercado.

2. Estructuración de la oferta: el Decreto 1019 de 2014 hace las siguientes previsiones:

a. Establece la inscripción automática²⁰ en el RNVE de los títulos emitidos en segundo mercado, y la autorización de oferta pública una vez entregada la documentación necesaria. Los emisores no tendrán que radicar nuevamente la información si esta ya reposa en el Registro.

b. Disminuye el tiempo de autorización, ya que se le dan diez días a la SFC para dar vía libre a la oferta, una vez constatado que la información está completa.

c. Reduce los requerimientos de autorización automática por cuanto se elimina uno de los ejemplares del prospecto de colocación y se simplifica el aviso de oferta.

d. Reduce los requerimientos de actualización de la información al Registro, dejando: estados financieros de fin de ejercicio, y certificación del representante legal de entrega de información relevante a los inversionistas autorizados que hayan manifestado interés.

e. Permite adelantar la promoción de los títulos a los potenciales inversionistas, dentro de los siguientes tres meses, sin eliminar los requisitos de entrega de información necesaria y suficiente. La promoción no tendrá supervisión.

f. Elimina la publicación del aviso de oferta en un diario de amplia circulación.

g. Elimina varios ítems del prospecto de colocación, tales como: destinatarios de la oferta; advertencia de que el precio se establecerá conjuntamente con los inversionistas; lugar, fecha y forma de pago de los intereses; mención del diario de amplia circulación para publicar

20 La inscripción automática en el RNVE está regulada en el Decreto 2555 de 2010, artículos 2.21.1.1.7 en adelante.

avisos e informaciones y estados financieros de fin de ejercicio.

h. Deja optativa la inscripción en bolsa o en un sistema de negociación.

i. Deja optativas las garantías, incluso en el caso de la titularización,²¹ y deroga el artículo que daba la posibilidad de establecer garantías por parte de entidades extranjeras.

3. Calificación: elimina su obligatoriedad en el caso de bonos y otros títulos.

4. Colocación de la oferta: se mantiene igual en lo que respecta a la colocación de la emisión.

5. Inversionistas adquieren los títulos: no tiene cambio: los únicos que pueden acudir al segundo mercado son los inversionistas profesionales. Sin embargo, crea una nueva categoría que corresponde a los inversionistas que hayan manifestado interés en adquirir los títulos en oferta, que se denomina “inversionistas interesados”.

En cuanto a las actividades de soporte, conserva lo relativo al depósito de la emisión y la definición del administrador.

Si bien estos cambios podrían reportar una disminución de costos para el emisor, esta se deberá balancear con erogaciones que provienen de nuevos requerimientos establecidos en el

Decreto 1019 de 2014, como son:

- Se crea un segundo prospecto para los inversionistas, que se denomina “de colocación”. En adelante se requerirá de un doble prospecto: el de información que es obligatorio para todas las ofertas, y el de colocación para los inversionistas interesados. En este nuevo prospecto prevé que emisores e inversionistas podrán acordar contractualmente puntos como: restricción de circulación e información adicional a la del prospecto de información ‘ordinario’.
- La información acordada contractualmente se deberá actualizar físicamente y en la página web, a solicitud de al menos uno de los inversionistas.
- Se agrega dentro de la documentación una certificación del representante legal de que se le dará trato equitativo a los inversionistas.
- En caso de optar por la inscripción en bolsa o en un sistema de negociación, los emisores deberán mantener actualizada la información.
- En caso de optar por la calificación, esta deberá entregarse a los inversionistas interesados, dentro del prospecto o dentro de la información acordada contractualmente, y dicha información deberá ser pública.
- Se elevan los costos de responsabilidad por inexactitud, falsedad u omisión de información, ampliando la gama de potenciales responsables: en adelante, además del representante legal del emisor, estarán los asesores profe-

21 La regulación de la titularización determina la obligatoriedad de establecer garantías en las titularizaciones de cartera o de otros activos generadores de un flujo; dichas garantías deben cubrir una y media veces el índice de siniestralidad del flujo de caja (Decreto 2555 de 2010, artículos 5.6.4.1.1 en adelante). No obstante, la titularización en segundo mercado no tenía la obligatoriedad de establecer garantías (ver el parágrafo del artículo 5.6.4.1.4 del Decreto 2555 de 2010).

sionales en la estructuración de la oferta en aspectos económicos, financieros, jurídicos, contables, administrativos, técnicos y operativos. Esta definición de responsables es incluso mayor que la existente en el primer mercado.

Según lo anterior, la reforma, en lugar de asumir el fracaso del segundo mercado, insistió en mantener su definición y estructura, considerando que la posible disminución de costos y requisitos de acceso impulsará a emisores potenciales a participar en el mercado de valores.

B. Problemas que la reforma sí abordó frente a los que no tocó

Teniendo en cuenta que la motivación de la reforma fue “facilitar el acceso al mercado a un número más amplio y diversificado de emisores”, en esta sección se hace un balance entre los asuntos que la reforma al segundo mercado sí abordó con respecto a los que no tocó.

La reforma se orientó a la eliminación de requisitos de acceso al mercado y a la disminución de los costos de la emisión en oferta pública, por la eliminación de pasos y requisitos para la inscripción en el Registro y para la oferta. Su eficacia dependerá de que dicha baja en costos sea mayor que el aumento de estos, derivado de los nuevos requisitos.

En todo caso, se ve el cuidado en no bajar los requerimientos de información para los inversionistas, creando la posibilidad de establecer la información adecuada en un contrato acordado con ellos, manteniendo la obligación de

entrega de información relevante por medios virtuales. Igualmente, se incluye una certificación de que los inversionistas serán tratados en forma equitativa.

De otro lado, en la reforma se reconoce la escasa capacidad de la red de distribución de los títulos de las scb, y se hace explícito que las corporaciones financieras también podrán realizar la colocación.

De otro lado, la reforma insiste en un modelo de segmentación vertical de la regulación, pero sin arreglar los desajustes que impiden que este sea un mecanismo de transición para ir al mercado principal, por las siguientes razones:

En primer lugar, si bien la reforma se preocupa por disminuir los costos de acceso al mercado como se vio en la sección anterior, no diferencia a los emisores que pueden realizar ofertas en el segundo mercado de los del mercado principal: de hecho, se puede ir al segundo mercado aun estando en el primer mercado.²²

En cuanto a los títulos emitidos, la reforma tampoco diferencia entre el primero y segundo mercado, de manera que un emisor del primer mercado puede realizar emisiones de títulos de participación, de crédito o mixtos y escoger al segundo mercado simplemente por ‘ahorrarse’ costos de emisión.

²² Esto siempre y cuando se realice oferta de compra a los inversionistas no autorizados y la SFC lo autorice. Cfr. artículo 5.2.3.1.3 del Decreto 2555 de 2010, el cual no fue reformado.

Así mismo, la reforma no toca uno de los aspectos más significativos de la evaluación de las ofertas para segundo mercado en Colombia, como es el que la emisión de acciones es prácticamente inexistente. En la reforma es evidente que el objeto fue promover el acceso de los emisores en general al mercado de valores, con la finalidad de realizar emisiones de toda clase de títulos y no solamente bonos. Lo que no es claro es cómo se promoverán los procesos de creación y desarrollo de empresas pequeñas y medianas, sin contar con la emisión de acciones.²³

Además, uno de los problemas que pueden tener las pequeñas y medianas empresas es su desconocimiento de esta fuente potencial de financiación, cuestión que no es materia de la reforma; y otro punto que no se toca es que a estas empresas se les dificultaría darse a conocer y generar confianza entre los inversionistas, asunto que en otros ámbitos se ha solucionado con la presencia de un *sponsor* o patrocinador.

Un problema que se deriva del escaso tamaño del mercado colombiano es que los inversionistas profesionales, que son los que tienen el mayor poder de compra de las emisiones, pueden acudir indistintamente a cualquiera de los dos mercados. La única diferencia estaría en que, en el caso del segundo mercado, donde serían los únicos adquirientes de los títulos emitidos, se les incrementarían los costos de participación en el mercado, por cuanto tendrían a su

cargo: la definición de términos contractuales a acordar en el prospecto de los inversionistas, y la búsqueda y análisis de información que no va a ser de forzosa divulgación, lo que se vería adicionado con la ausencia de calificación obligatoria de las emisiones. Además, un aspecto de preocupación que se deriva de la no disponibilidad de información pública es el relativo al tratamiento equitativo a los inversionistas, a pesar de la nueva certificación solicitada al emisor.

De otro lado, la reforma no aborda lo relativo a la liquidez secundaria de las emisiones en segundo mercado, que puede ser una barrera para la salida al mercado y por lo tanto una de las restricciones más importantes para su desarrollo. En efecto, no establece una figura como la de los *market makers* o similar, que permita conseguir indicadores de negociabilidad de los títulos en el mercado secundario, ni determina incentivos para que el mercado mismo (la bolsa) desarrolle mecanismos de negociación alternativos para estos títulos. De hecho, la inscripción a cotización en bolsa quedó como optativa, y no se estableció nada respecto de un mercado secundario privado.

De todo lo anterior quedan varios interrogantes, uno de los cuales está relacionado con el propósito de la reforma al segundo mercado: realmente dicho objetivo no es la promoción de mecanismos de financiamiento de empresas más pequeñas, de mayor riesgo o desconocidas, dentro de las cuales podrían caber las pymes, sino promover la creación de lo que parecería ser un mercado privado 'regulado' al que podrían acudir determinados negocios de mayor

23 La experiencia previa a este respecto es la iniciativa para la emisión de bonos sindicados por parte de empresas pequeñas y medianas, con el aval de un patrocinador, que fue incluido en la regulación a fines de los años 1990, pero que no fue utilizado (Blanco, 2009).

riesgo. Este podría asemejarse al “mercado híbrido” del que se habló en el proyecto de 2013 (MHCP, 2013).

Según lo anterior, es necesario precisar si el entendimiento que se tiene de segundo mercado es asimilable al de *Tier 2* de la actual regulación estadounidense. La respuesta parecería ser que no por las siguientes razones:

En primer lugar, los objetivos de la regulación son distintos: mientras que en el caso de la *Jobs Act* el objetivo es crear empleo y generar desarrollo, buscando incentivos para que las pequeñas empresas y nuevos negocios (*start up business*), tengan acceso a financiación en forma eficiente a través del mercado de capitales, el propósito de la reforma al segundo mercado en Colombia es ampliar el acceso a toda clase de emisores de valores al mercado.

En segundo lugar, el mercado “privado” de títulos en Estados Unidos es un mecanismo excepcional, mediante el cual emisores pequeños o en proceso de desarrollo pueden conseguir recursos por medios que pueden ser virtuales y de una amplia base de inversionistas (con restricciones), profundizando así el mercado de capitales.²⁴ Esto al paso que en Colombia se abandona definitivamente la definición tradicional de segundo mercado como un mercado de aclimatación al mercado principal, dado que lo que se pretende es incrementar el acceso de toda

clase de emisores que pueden emitir cualquier tipo de títulos.

Otra diferencia sustancial es que, mientras que en Estados Unidos se realiza claramente una ampliación del acceso al mercado a inversionistas de variados tamaños, mediante la utilización de canales electrónicos (*crowdfunding*), en Colombia se ratifica la limitación a la compra de papeles solamente a los inversionistas calificados, que podrían ir tanto al mercado principal como al segundo mercado.

En tal caso, habría sido mejor y más claro simplificar las normas generales de la oferta pública, y abrir en la regulación la posibilidad de emitir valores en oferta ‘privada’ mediante las excepciones a los requisitos de registro, tal como lo permite la regulación para el *Tier 2* en Estados Unidos, o más sencillamente como se realizó recientemente en Chile al permitir la emisión de valores sin que se considere oferta pública, cuando se entregue información obligatoria, no se realice mediante medio masivo de comunicación y sea dirigida a inversionistas calificados.

IV. CONCLUSIONES

La reforma realizada al segundo mercado mediante el Decreto 1019 de 2014 no modifica ni su definición ni su estructura formal, sino que insiste en el objetivo de disminuir los costos de acceso e información para los potenciales emisores, buscando, eso sí, balancear esto con mejoras a las previsiones de protección a los inversionistas. Así las cosas, la reforma sigue apar-

²⁴ Aun cuando la ley estadounidense no lo indica, se entiende que se está regulando la emisión de acciones por parte de empresas que se quieran acoger a la *Jobs Act*. Esta sería una diferencia con la regulación del segundo mercado en Colombia, en donde se permite la emisión de toda clase de valores inscritos.

tada de una concepción de segundo mercado orientada a ser un canal de financiación de empresas pequeñas, nuevas y de mayor riesgo, o como un mecanismo para alcanzar el mercado principal.

La disminución de costos de la oferta, que sería el objetivo de la modificación a la regulación, podría verse comprometida con el aumento de estos por los cambios en el proceso de emisión y de oferta introducidos en el Decreto 1019 de 2014. No obstante, la eliminación del requisito de publicación del aviso de oferta en un diario de amplia circulación, y eventualmente los menores requerimientos de publicación de información, en efecto podrían constituir un incentivo para la participación de los emisores en el mercado.

La reforma no corrige la ausencia de diferenciación entre el primero y el segundo mercado que tenía el régimen anterior, de manera que persiste la duda de si los emisores que vayan a este segundo mercado realmente lo hagan porque este segmento es necesario, o solamente porque están buscando realizar ofertas que perfectamente podrían ir al mercado principal con menores costos hipotéticos de emisión.

Un aspecto que podría ser neutro en la reforma es la eliminación de la obligatoriedad de calificación de los títulos emitidos cuando se trata de derechos de crédito. Esto por cuanto, para los inversionistas, dicha calificación es sin duda necesaria para la toma de decisiones de inversión, lo que se ve aumentado cuando se considera el conservadurismo del mercado colombiano que se muestra adverso al riesgo.

No se identifica en la reforma la intención de corregir las dificultades de acceso al mercado que podrían tener las empresas más pequeñas o en proceso de desarrollo. Así, no se establecen instrumentos para dar a conocer las bondades del segundo mercado como mecanismo para la formación de capital, ni se reconoce la necesidad de contar con un patrocinador o *sponsor*, como se da en otros ámbitos.

Una de las restricciones al desarrollo del segundo mercado podrían ser las limitaciones de los inversionistas que deseen participar en este mercado. La reforma no parece tener la intención de incrementar dicho potencial y, por el contrario, podría incrementar los costos de acceso. Por lo tanto, convendría identificar y evaluar las restricciones puntuales a las que se enfrentarían los inversionistas, tales como: barreras a la salida del mercado, problemas derivados de la valoración al mercado, 'cultura' de alta calificación del mercado colombiano, entre otras.

El escaso tamaño y la baja liquidez del mercado colombiano también hacen dudar de la pertinencia de mantener un segmento en la regulación tal como se organiza con la reforma. Esta no prevé nada respecto de la creación de un mercado secundario paralelo para estos títulos, lo que no se resolvería dejando optativa la inscripción en bolsa, a la que parecería haberle quedado pendiente la función de crear este mercado secundario alternativo.

La reforma no considera la figura de creadores de mercado, que parecen haber sido definitivos para el desarrollo de los segundos mercados en

otros ámbitos. La ausencia de certeza sobre la posibilidad de liquidar los títulos en el mercado secundario seguiría siendo un obstáculo al desarrollo de este mercado.

Finalmente, queda la inquietud respecto de lo que podría implicar un premercado (sin supervisión) por parte de emisores que ya tienen títulos en el primer mercado, que pudiera dar lugar a dudas respecto del verdadero mercado objetivo de la oferta y sobre el concepto mismo de oferta pública. Como se dijo, tanto los emisores como los inversionistas, como los títulos emitidos son, en la práctica, los mismos en el primero y en el segundo mercado. Habría sido más claro si se hubiera regulado la oferta privada de valores.

Referencias

- Aguilar, L. A. (18 de diciembre de 2013). *Remark at Sec Open Meeting*. Recuperado el 3 de julio de 2014, de Speechs/Sec: <http://www.sec.gov/News/Speech/Detail/Speech/130540514920#.U7lfz7dOXcs>
- Asobancaria. (11 de agosto de 2014). *El mercado de deuda privada en Colombia: un camino por recorrer*. Obtenido de Semana Económica: <http://www.asobancaria.com/portal/pls/portal/docs/1/4236047.PDF>
- Barsnerss, C. (2014). *Dodd-Frank, Sox, Jobs Act & Other Legislation*. Obtenido de: <http://dillonvalleystartupattorney.com/dodd-frank-legal-articles/>
- Blanco, C. (2009). *Seguimiento al marco institucional del mercado de valores en Colombia. Los segundos mercados como instrumento de desarrollo de las pequeñas y medianas empresas*. Obtenido de Universidad Externado de Colombia: <http://revistas.uexternado.edu.co/index.php?journal=contexto&page=article&op=view&path%5B%5D=2566>
- Decreto 1019 de 2014. (Ministerio de Hacienda y Crédito Público). Por el cual se modifica el Título 3 del Libro 2 de la Parte 5 del Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con el Segundo Mercado y se dictan otras disposiciones. Mayo 28 de 2014.
- Decreto 1121 de 2008. (Ministerio de Hacienda y Crédito Público). Por el cual se reglamenta la actividad de intermediación en el mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Abril 11 de 2008.
- Decreto 1242 de 2013. (Ministerio de Hacienda y Crédito Público). Por el cual se sustituye la Parte 3 del Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con la administración y gestión de los fondos de inversión colectiva. Junio 14 de 2013.
- Decreto 2555 de 2010. (Ministerio de Hacienda y Crédito Público). Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Julio 15 de 2010.

Crearán segundo mercado extrabursátil en México. (4 de noviembre de 2008). Recuperado el 29 de agosto de 2014, de terra: http://economia.terra.com.mx/noticias/noticia.aspx?idNoticia=200811041744_INF_341292

Ernst and Young. (Abril de 2013). *The Jobs Act: One-year anniversary*. Obtenido de ey.com: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/The_JOBS_Act:_One-year_anniversary/\\$FILE/JOBSActAnniversary_CC0368_9April2013.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/The_JOBS_Act:_One-year_anniversary/$FILE/JOBSActAnniversary_CC0368_9April2013.pdf)

Es oficial: México entró al MILA. (19 de agosto de 2014). Recuperado el 29 de agosto de 2014, de Dinero: <http://www.dinero.com/inversionistas/articulo/mexico-ingresa-mercado-integrado-latinoamericano-mila/199944>

Fargnoli, J. (2013). Notes: The Jobs Act, Investor Protection, Capital Formation, and Employment in an Increasingly Political Economy. *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, VIII(1), 134-157.

Ferraro, C. (2011). *Eliminando barreras: el financiamiento a las pymes en América Latina*. Santiago: Cepal, Naciones Unidas.

Gallagher, D. M. (18 de diciembre de 2013). *Remarks at SEC Open Meeting*. Recuperado el 3 de julio de 2014, de U.S. Securities and Exchange Commission: <http://www.sec.gov/News/Speech/Detail/Speech/1370540520816#U7LfcLdOXcs>

International Organization of Securities Commission (iosco). (2003). *Objectives and Principles of Securities Regulation*. Obtenido de: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>

Kitchens, R. y Torrence, P. (Octubre de 2012). The Jobs Act - Crowdfunding and Beyond. *Economic Development Journal*, XI(4), 42-47.

Kume, A. (s. f.). *La cadena de valor de Porter*. Recuperado el 9 de julio de 2014, de Crece-Negocios: <http://www.crecenegocios.com/la-cadena-de-valor-de-porter/>

Levin, R., Nowakowski, J. y O'Brien, A. (Mayo de 2013). The Jobs Act-Implications for Raising Capital and for Financial Intermediaries. *Journal of Taxation and Regulation of Financial Institutions*, XXVII(5), 21-29.

Lewis, C. M. (15 de abril de 2014). *The Future of Capital Formation*. Recuperado el 3 de julio de 2014, de U.S. Securities and Exchange Commission: <http://www.sec.gov/News/Speech/Detail/Speech/1370541497283#U7LdN7dOXcs>

Ley 18.045 de 1981. (Ministerio de Hacienda). Ley de Mercado de Valores. Octubre 22 de 1981.

Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (2013). *Documento conceptual: reforma normativa al segundo mercado*. Bogotá: Ministerio.

Moore, G., Moreira, D., Panosso, M., Thornsberry, C., Wallace, G. y Webster, J. (20 de abril

de 2009). *A Major Milestone in the History of Mexican Financial Market*. Obtenido de Wharton University of Pennsylvania: <http://knowledge.wharton.upenn.edu/article/a-major-milestone-in-the-history-of-mexican-financial-markets/>

Morales, C. (2005). La racionalidad jurídica en crisis: Pierre Bourdieu y Gunther Teubner. En P. Bourdieu y G. Teubner, *La fuerza del derecho* (págs. 13-80). Bogotá: Universidad de los Andes, Pontificia Universidad Javeriana, Siglo del Hombre Editores.

México. Presidencia de la República. (16 de octubre de 2006). *Nace mercado para financiar a las pymes*. Recuperado el 29 de agosto de 2014, de México Presidencia de la República: <http://fox.presidencia.gob.mx/buenasnoticias/?contenido=27744&pagina=18>

Norma de carácter general n.º 336. (Superintendencia Valores y Seguros). Establece ofertas de valores que no constituyen ofertas públicas, en virtud de lo establecido en el inciso segundo del artículo 4º de la Ley n.º 18.045. Junio 27 de 2012. Recuperada el 1 de julio de 2014, de svcs: http://www.svs.cl/normativa/ncg_336_2012.pdf

President Obama To Sign Jumpstart Our Business Startups (JOBS) Act. (5 de abril de 2012). Obtenido de the WHITE HOUSE: <http://www.whitehouse.gov/the-press-office/2012/04/05/president-obama-sign-jumpstart-our-business-startups-jobs-act>

Objectives and Principles of Securities Regulation. (Mayo de 2003). Obtenido de IOSCO: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCO-PD154.pdf>

Presentan en Argentina nuevo mercado de valores integrado. (20 de agosto de 2014). Recuperado el 25 de agosto de 2014, de Expansion.com: <http://www.expansion.com/agencia/efe/2014/08/20/19833506.html>

Regulador del mercado de valores de México formalizó su ingreso al MILA. (14 de agosto de 2014). Recuperado el 29 de agosto de 2014, de Gestión: <http://gestion.pe/mercados/regulador-mercado-valores-mexico-acepto-su-ingreso-formal-al-mila-2105690>

Resolución 400 de 1995. (Superintendencia de Valores). Por la cual se actualizan y unifican las normas expedidas por la Sala General de la Superintendencia de Valores y se integran por vía de referencia otras. Mayo 22 de 2014.

Rivas Peña, P. y Rojas Andia, K. (29 de octubre de 2013). *Todo lo que necesita conocer sobre el financiamiento para mypes y pymes*. Recuperado el 1 de julio de 2014, de Gestión: <http://gestion.pe/empresas/todo-lo-que-necesita-conocer-sobre-financiamiento-pymes-2079680>

Towsend, S. (2014). The Jumpstart Our Business Startups Act Takes the Bite Out of Sarbanes-Oxley: Adding Corporate Governance to the Discussion. *Iowa Law Review*, XCVIII, 893-918.

Walter, E. B. (15 de noviembre de 2012). *Remarks at the 2012 SEC Government-Business Forum on Small Business Capital Formation*. Recuperado el 3 de julio de 2014, de

U. S. Securities and Exchange Commission:
<http://www.sec.gov/News/Speech/Details/Speech/Detail/Speche/1365171491692#.U7Lh67dOXcs>

ANEXO

Decreto 2555 de 2010 versus Decreto 1019 de 2014

Decreto 2555 de 2010 (Res. 400)		Decreto 1019 de 2014	
Artículo	Tema	Artículo	Modificación*
2.22.1.1.4	<u>Actividad de calificación – valores que deben calificarse.</u>	1	Agrega párrafo 3: los valores que hagan parte del segundo mercado no requerirán calificación para efectos de la inscripción en el RNVE.
5.2.2.1.11	<u>Título 2. Otras modalidades de inscripción.</u> Inscripción automática de valores emitidos en segundo mercado.	2	(Nuevo). Agrega artículo que establece la inscripción automática y autorización automática de O. P. a los valores que se vayan a negociar en segundo mercado, siempre que envíen información de 5.2.3.1.8 y 5.2.3.1.12 (ver abajo), así como la documentación que establezca la SFC.
		3	Adiciona denominación del Capítulo 1 al Título 3 del Libro 2 de la Parte 5 del Decreto 2555 de 2010.
5.2.3.1.1	<u>Definición:</u> restringido solamente a inversionistas autorizados. <u>Parágrafo:</u> los títulos emitidos solamente podrán hacer parte o del mercado principal o del segundo mercado.		
5.2.3.1.2	<u>Traslado al mercado principal:</u> los valores emitidos podrán trasladarse al mercado principal previa solicitud de autorización a la SFC.		
5.2.3.1.3	<u>Traslado al segundo mercado:</u> los valores que hayan pertenecido al mercado principal no podrán trasladarse al segundo mercado. Si el emisor adelanta una oferta de compra dirigida a propietarios que no sean inversionistas autorizados, podrá solicitar autorización para trasladar los títulos al segundo mercado.		
5.2.3.1.4	<u>Inversionistas autorizados:</u> solamente los inversionistas profesionales (5.2.3.1.5), excepto en compraventas de acciones o boceas entre los accionistas de la sociedad o readquisiciones de acciones.		
5.2.3.1.7	<u>Valores:</u> podrán pertenecer al segundo mercado valores emitidos por entidades que estén en capacidad de emitir títulos de crédito, participación o mixtos.		

Decreto 2555 de 2010 (Res. 400)		Decreto 1019 de 2014	
5.2.3.1.8	<u>Inscripción en el RNVE</u> : los valores se entenderán inscritos si envían: constancia del cumplimiento de requisitos legales; formulario para segundo mercado; certificado de existencia y representación legal; modelo del título indicando que solamente podrá ser adquirido por inversionistas autorizados; si emite en moneda diferente, acreditación del cumplimiento del régimen cambiario y de inversiones internacionales.	4	La constancia debe indicar que se ha puesto a disposición de los inversionistas autorizados el prospecto de colocación (5.2.3.1.22); incluye la advertencia respecto a la no responsabilidad de la SFC. La SFC tiene diez días para constatar el envío de la documentación, y si está completa, el título se entenderá automáticamente inscrito en el RNVE; si no lo está, el emisor tiene cinco días para enviar la información. Parágrafo 1. Si el emisor tiene otros títulos inscritos, no deberá enviar la documentación que ya repose en el Registro. Parágrafo 2: podrán inscribir títulos para ser negociados en el segundo mercado las entidades establecidas en el artículo 5.2.1.1.2 (naturaleza jurídica de los emisores de valores).
5.2.3.1.9	<u>Requerimiento de actualización del Registro</u> : deberá estar permanentemente actualizado remitiendo a la SFC, bolsa y sistemas de negociación la información prevista en la Parte 5 Libro 2 Título 4 (actualización del RNVE) según los formularios establecidos por la SFC.	5	La información a enviar es: estados financieros de fin de ejercicio; certificación del representante legal en la que conste que ha actualizado y enviado la información relevante (5.2.4.1.5) a los inversionistas autorizados que sean tenedores de los valores emitidos en segundo mercado. Parágrafo 1. La SFC determinará plazos y condiciones que considere necesarios. Parágrafo 2. Los emisores en segundo mercado estarán exentos de cumplir lo previsto en la Parte 5 Libro 2 Título 4 a menos que se encuentren registrados en el mercado principal.
5.2.3.1.10	<u>Cancelación de la inscripción</u> : los emisores en segundo mercado no podrán cancelar la inscripción en RNVE, bolsa o sistema de negociación mientras los títulos estén en circulación, salvo en el caso de las acciones, cuya cancelación voluntaria podrá adelantarse de conformidad con las reglas establecidas (5.2.6.1.7).		
5.2.3.1.11	<u>Oferta pública</u> : las o. p. para mercado primario deberán sujetarse a lo previsto en los artículos 5.2.3.1.12, 5.2.3.1.13 y 5.2.3.1.14.		

Decreto 2555 de 2010 (Res. 400)		Decreto 1019 de 2014	
5.2.3.1.12	<p><u>Autorización automática</u>: las O. P. se entenderán autorizadas si se envía: comunicación del representante legal, dos ejemplares del prospecto (5.2.3.1.14) y proyecto de aviso de oferta a los inversionistas autorizados. El aviso de oferta deberá incluir: reglamento; destinatarios de la oferta; advertencia sobre la no responsabilidad de la SFC; indicación de que el prospecto se encuentra disponible en la SFC, sociedad emisora, agentes colocadores y bolsa si aplica. La SFC tendrá diez días para efectuar observaciones.</p>	6	<p>Elimina uno de los ejemplares del prospecto; incluye certificación del representante legal de que ha dado un trato equitativo a todos los inversionistas autorizados en relación con el suministro de información (parágrafo 5.2.3.1.22); el proyecto de aviso de oferta deberá enviarse a todos los inversionistas autorizados y se elimina la indicación sobre la disponibilidad del prospecto. La SFC tiene diez días para constatar el envío de la documentación, y si está completa, el título se entenderá automáticamente inscrito en el RNVE; si no lo está, el emisor tiene cinco días para enviar la información.</p>
5.2.3.1.13	<p><u>Procedimiento para adelantar la o. p. en mercado primario</u>: una vez enviados los documentos anteriores, el emisor deberá iniciar en un plazo de un mes un proceso promocional directo o a través de SCB, a los potenciales inversionistas, e inmediatamente publicará el aviso de o. p. en un periódico de circulación nacional, boletín de la bolsa o cualquier otro medio idóneo. También podrán realizarse programas de emisión en cuyo caso todos los valores emitidos deben dirigirse al segundo mercado.</p>	7	<p>Surtido el proceso de inscripción automática y autorización de la o. p. (5.2.3.1.8 y 5.2.3.1.12) el emisor deberá iniciar el proceso promocional (parágrafo 1) dentro de los siguientes tres meses, en forma directa o a través de SCB e incluye CF. Elimina publicación. Incluye plazo de seis meses para la oferta o colocación de los valores. Si no se coloca la autorización de o. p. perderá vigencia y deberá iniciarse de nuevo el proceso. Parágrafo 1. Una vez entregados los documentos el emisor deberá dar aviso a los inversionistas autorizados interesados. Parágrafo 2. El proceso de promoción no estará sujeto a supervisión. Parágrafo 3. La promoción supone la entrega de información necesaria y suficiente para que el inversionista autorizado pueda tomar la decisión informada de invertir o no.</p>

Decreto 2555 de 2010 (Res. 400)		Decreto 1019 de 2014	
5.2.3.1.14	<u>Menciones al prospecto de colocación:</u> nombre comercial del emisor, domicilio y dirección; advertencia de su circulación solamente entre inversionistas autorizados; clase de título, destinatarios, ley de circulación, valor nominal, reglas relativas a la reposición, fraccionamiento y englobe de títulos, monto total de la emisión, series, advertencia de que el precio se determinará en forma conjunta con los inversionistas autorizados; para títulos de crédito: lugar, fecha y forma de pago de capital e intereses, sistema de amortización y demás condiciones financieras; bolsa en el que estará inscrito si aplica; en el caso de bonos: cupones de suscripción; en el caso de bonos: diarios de amplia circulación para publicación de avisos e informaciones; estados financieros de fin de ejercicio; advertencia sobre la no responsabilidad de la SFC.	8	Se entenderá que la dirección es la de notificación; elimina destinatarios de la oferta; elimina advertencia de que el precio se determinará en forma conjunta con los inversionistas autorizados; elimina lugar, fecha y forma de pago de capital e intereses; recalca que la inscripción en bolsa es optativa (5.2.3.2.1); elimina mención del diario de amplia circulación para publicar avisos e informaciones; elimina estados financieros de fin de ejercicio.
5.2.3.1.15	<u>Representante legal de tenedores:</u> no se requiere.		
5.2.3.1.16	<u>Monto emisiones de bonos:</u> no está sujeto a restricciones establecidas en 6.4.1.1.1 numeral 1 (2000 SMLM).		
5.2.3.1.17	<u>Monto emisiones de papeles comerciales:</u> no está sujeto a restricciones de 6.6.1.1.1 numeral 1 (2000 SMLM).		
5.2.3.1.18	<u>Publicación:</u> cuando se realicen operaciones a través de bolsa se deberán publicar en el boletín diario identificando que se trata de segundo mercado.		
5.2.3.1.19	<u>Compraventa de acciones de empresas inscritas en bolsa:</u> no aplicará lo dispuesto en el artículo 6.15.1.1.2 (realización de operaciones de acciones obligatoriamente por bolsa cuando su monto sea superior a 66.000 UVR).		
5.2.3.1.20	<u>Adquisición del control accionario:</u> cuando se trate de valores que hagan parte del segundo mercado que impliquen la adquisición de más del 5% de las acciones en circulación, no será obligatorio realizar OPA.		

Decreto 2555 de 2010 (Res. 400)		Decreto 1019 de 2014	
5.2.3.1.21	<u>Garantías</u> : las emisiones podrán incorporar garantías otorgadas por entidades extranjeras en los términos establecidos para el mercado principal.	18	Derogado
5.2.3.1.22	<u>Menciones al prospecto de colocación para los inversionistas.</u>	9	(Nuevo) Los emisores deberán remitir a los inversionistas autorizados interesados un prospecto de colocación. Este podrá ser acordado de manera contractual con ellos. Deberá contener las siguientes menciones: advertencia sobre la restricción de circulación únicamente entre inversionistas autorizados; advertencia sobre la no responsabilidad de la SFC; advertencia sobre la no responsabilidad de la bolsa en caso de que opte por la inscripción; garantías (5.2.3.2.4 – nuevo). Parágrafo 1. Información que se acuerde deberá tener estándares de homogeneidad; información que se acuerde y la requerida en 5.2.3.1.14 (menciones al prospecto) deberá publicarse en la página web para los inversionistas autorizados interesados, garantizando únicamente el acceso a estos. Parágrafo 3. El deber de información no implica que estén obligados a llegar a un acuerdo para realizar la inversión.
5.2.3.1.23	<u>Información periódica al inversionista.</u>	10	(Nuevo). Los emisores que hagan parte del segundo mercado deberán actualizar, a solicitud de al menos uno de los inversionistas, ya sea físicamente o por página web, la información de 5.2.4.1.2 y 5.2.4.1.3. La información relevante de 5.2.4.1.5 deberá ser actualizada permanentemente a los interesados.
5.2.3.2.1	<u>Inscripción voluntaria.</u>	11	(Nuevo). Se podrá optar por inscripción en bolsa o en sistema de negociación, para lo cual será suficiente el envío de la información de 5.2.3.1.14 (menciones al prospecto). Parágrafo. Los emisores deberán actualizar la información en bolsa o sistemas de negociación en los plazos y condiciones que estos determinen.
5.2.3.2.2	<u>Calificación voluntaria de la emisión.</u>	11	(Nuevo). En caso de optarse por la calificación, el emisor deberá informar a los inversionistas autorizados interesados dentro del prospecto o dentro de la información contractual acordada (5.2.3.1.23). Esta información deberá ser pública (información relevante).

Decreto 2555 de 2010 (Res. 400)		Decreto 1019 de 2014	
5.2.3.2.3	<u>Responsabilidad por la información.</u>	11	(Nuevo). Los emisores, sus administradores o el representante legal del administrador del patrimonio autónomo serán responsables por la inexactitud o falsedad de la información, en desarrollo de 5.2.3.1.8, 5.2.3.1.9, 5.2.3.1.14, 5.2.3.1.22, 5.2.3.1.23 y 5.2.3.2.1, así como por omisión de divulgar cualquier información que por su importancia pudiera afectar la colocación, cotización o decisión de los inversionistas. Igual responsabilidad se achaca a quienes asesoren profesionalmente al emisor en la estructuración, y en aspectos económicos, financieros, contables, jurídicos, administrativos, técnicos y operativos.
5.2.3.2.4	<u>Garantías.</u>	11	(Nuevo). Las emisiones podrán incorporar garantías en los términos y condiciones del decreto.
5.2.3.2.5	<u>Colocación y negociación de valores en sistemas de cotización de valores del extranjero mediante acuerdos o convenios de integración de las bolsas de valores.</u>	11	(Nuevo). Podrán ser inscritos, colocados o puestos a cotización, únicamente en los casos en los que la regulación de las jurisdicciones miembros del acuerdo o convenio permita la colocación y/o negociación de valores colombianos que hagan parte del segundo mercado. Esto siempre y cuando los valores solo puedan ser adquiridos por inversionistas profesionales o su equivalente.
5.2.4.1.1	<u>Actualización del registro – obligaciones generales.</u> Los emisores de valores deberán mantener permanentemente actualizado el RNVE, remitiendo las informaciones de 5.2.4.1.2, 5.2.4.1.3 y 5.2.4.1.5. Estas deberán ser enviadas a los sistemas de negociación en los cuales se negocie.	12	Adiciona párrafo: los emisores que hagan parte del segundo mercado solo estarán obligados a dar cumplimiento a las obligaciones establecidas en 5.2.3.1.9, salvo que se trate de emisores que tengan títulos inscritos en el mercado principal.
5.2.4.1.4	<u>Titularización de cartera de créditos – mecanismos de seguridad o apoyo crediticio.</u> En estos procesos deberá cubrirse con garantías al menos una vez y media el índice de siniestralidad. Párrafo. Para segundo mercado no deberán incluir estas garantías, debiendo en todo caso ser calificados, o avalados o garantizados por E. C. o aseguradora.	13	Modifica el párrafo: en segundo mercado no tendrán que incorporar mecanismos de cobertura, pudiendo ser calificados (5.2.3.2.2), o avalados o garantizados (5.2.3.2.4).

Decreto 2555 de 2010 (Res. 400)		Decreto 1019 de 2014	
5.6.10.2.12	<u>Títulos hipotecarios – Calificación</u> : los títulos hipotecarios en desarrollo de titularización hipotecaria deberán ser calificados, salvo que se trate de emisiones avaladas o garantizadas en su totalidad por un tercero que haya sido objeto de calificación. <u>Parágrafo</u> . En el caso de emisiones garantizadas por la Nación o Fogafín no se requerirá calificación.	14	Se agrega en el párrafo que la no obligatoriedad de la calificación también cobija a los títulos hipotecarios emitidos para segundo mercado.
5.6.11.2.7	<u>Titularización no hipotecaria – Calificación</u> . Los títulos emitidos en desarrollo de titularización de activos no hipotecarios deberán ser objeto de calificación. <u>Parágrafo</u> . En el caso de emisiones garantizadas por la Nación o Fogafín no se requerirá calificación.	15	Se agrega en el párrafo que la no obligatoriedad de la calificación también cobija a los títulos sobre activos no hipotecarios emitidos para segundo mercado.
6.4.1.1.3	<u>Requisitos para la emisión de bonos</u> . Numeral 3: deberán inscribirse en una bolsa de valores con anterioridad a la O. P.	16	Excepción a inscripción de bonos anterior O. P. de conformidad con 5.2.3.2.1. La inscripción será voluntaria.
6.6.1.1.1	<u>O. P. de papeles comerciales - Definición y condiciones para adelantar la oferta</u> . Numeral 3. Deberán inscribirse en una bolsa de valores con anterioridad a la O. P. La inscripción deberá mantenerse mientras existan títulos en circulación.	17	Excepción a inscripción de bonos anterior O. P. de conformidad con 5.2.3.2.1. La inscripción será voluntaria.

* En la columna de la derecha (Decreto 1019 de 2014) solamente se incluyen las modificaciones. Los apartes no modificados se deben leer en la columna de la izquierda correspondiente al Decreto 2555 de 2010.

lombia; o. p. oferta pública; OPA: oferta pública de adquisición; SBC: sociedad comisionista de bolsa; CF: corporación financiera; Fogafín: Fondo de Garantías de Instituciones Financieras; E. c.: establecimiento de crédito.

Siglas: RNVE: Registro Nacional de Valores y Emisores; SFC: Superintendencia Financiera de Co-

Fuente: los respectivos decretos.