

Publicaciones URF
Documento Técnico
**Nuevos estándares de emisión para instrumentos de deuda en el
mercado de valores en Colombia**

María del Pilar Galindo Vergara ^a, Irene Caballero Rubio ^b, Andrés Camilo Castro Benavides ^c

^a *Subdirectora de Desarrollo de Mercado*

^{b y c} *Asesores de la Unidad de Regulación Financiera*

Unidad de Regulación Financiera, Carrera 8 No. 6C - 38, Bogotá D.C., Colombia

Resumen

El presente documento contiene justificaciones técnicas sobre la necesidad regulatoria identificada para complementar las opciones bajo las cuales se estructuran los títulos de deuda que se ofrecen en el mercado de valores en Colombia, con el propósito de disminuir las restricciones a las que actualmente se enfrentan los emisores y los inversionistas en el mercado de deuda privada y viabilizar la financiación adecuada de algunos de los proyectos que motivan el uso de este tipo de instrumentos.

A partir de una revisión a los estándares internacionales y considerando las opciones y características sobre las cuales se estructuran los instrumentos de deuda en los mercados de valores internacionales, se destaca la importancia de la transparencia en la información contenida en los documentos que respaldan las emisiones sobre las condiciones faciales estructuradas en condiciones homogéneas.

Para tal efecto, el presente documento propone flexibilizar las condiciones estandarizadas y uniformes que hoy prevé la normativa para el diseño de las emisiones de títulos de contenido crediticio y mixto. En tal sentido, se propone crear dos nuevas categorías que diferencien entre valores de contenido crediticio que se emiten bajo una modalidad estandarizada y otros, emitidos en condiciones no estandarizadas dirigidos únicamente a inversionistas profesionales. Por lo tanto, la modalidad denominada “estandarizada” seguirá cumpliendo las condiciones hoy establecidas en la normatividad colombiana, mientras que la “no estandarizada” viabilizará la emisión de aquellos instrumentos que presentan condiciones de estructuración no tradicionales pero con requisitos de información más estrictos.

Adicional a esto, se propone mejorar el proceso de difusión de información por parte de los emisores de acciones mediante la distribución electrónica de los informes de gestión aprobados o aquellos que pongan a consideración de sus accionistas para su respectiva aprobación, garantizando la autenticidad, integridad, fiabilidad y disponibilidad de estos documentos.

1. Introducción

Los mercados de renta fija se consideran una parte esencial para el crecimiento económico de un país, su profundidad y liquidez ofrecen a las empresas emisoras fuentes de financiamiento alternativas a otras más tradicionales, como el crédito. Así mismo, la obtención de este tipo de recursos permite que las compañías cuenten con fondos de largo plazo, lo cual disminuye las cargas financieras en el corto plazo. Por lo tanto, el rol que desempeñan permite que agentes con excedentes financieros encuentren opciones de inversión que faciliten la búsqueda de recursos de aquellos agentes que buscan desarrollar sus actividades productivas. En este sentido, complementa el papel del sistema bancario al ofrecer opciones de financiación con mejores plazos y tasas de interés más bajas.

No obstante el desarrollo del mercado de deuda privada local ha presentado inconvenientes que impiden su utilización por parte de las empresas que ven en el mercado de capitales una fuente alternativa para financiar su actividad productiva: dentro de los problemas más recurrentes se encuentra una limitada oferta de instrumentos, el deterioro de la actividad de intermediación para este tipo de deuda por mejores condiciones en el mercado bancario y una consecuente pérdida de liquidez que desestimula la demanda y oferta de estos valores.

Así mismo, las condiciones sobre las cuales se estructuran estos instrumentos impiden a los emisores tener alternativas flexibles que se ajusten a la realidad de su negocio o a las características de los proyectos a financiar. Estos aspectos han propiciado que en Colombia exista un mercado relativamente uniforme en la deuda privada local, que limita las opciones para los emisores y de inversión, para la adecuada gestión del riesgo de los inversionistas.

La experiencia internacional indica que es importante contar con opciones uniformes que faciliten la comprensión de los instrumentos por parte de los inversionistas durante los procesos de negociación y de valoración. No obstante, estas condiciones no deben limitar la capacidad de innovar o de ofrecer nuevas estructuras que permitan la emisión de instrumentos que complementen las operaciones de colocación de créditos en el sistema bancario y que recojan las condiciones de riesgo, plazos y montos que las entidades requieren financiar.

En este sentido, el proyecto de decreto busca diversificar las condiciones de estructuración de los instrumentos emitidos en este mercado, a partir de la flexibilización de las reglas y condiciones que hoy establece el Decreto 2555 de 2010, para homogeneizar y estandarizar tales emisiones.

La propuesta amplía las opciones de emisión dentro de los instrumentos de deuda para el mercado de valores colombiano con el propósito de que se puedan estructurar nuevos títulos y ampliar la variedad de opciones en el mercado de renta fija local. Con esto se facilitarán los procesos de estructuración de instrumentos con condiciones o características diferentes a lo que tradicionalmente se encuentran en el mercado de deuda privada colombiano e incentivar la existencia de mecanismos de financiación o

de inversión alternativos.

Por lo tanto, el presente documento técnico en la primera sección muestra la regulación, el tipo de instrumentos y las cifras relevantes en la emisión de instrumentos de deuda en el mercado de valores de Colombia. La siguiente sección describe los estándares internacionales revisados en relación con la emisión de instrumentos de deuda y finalmente se presenta la propuesta normativa.

2. La emisión de valores de deuda en Colombia.

2.1. Disposiciones regulatorias objeto de modificación

En la actualidad, existe una relación de reglas contenidas fundamentalmente en el artículo 6.1.1.1.5 del Decreto 2555 de 2010, que rigen la estructuración de las ofertas públicas que se lleven a cabo sobre valores de contenido crediticio o mixto.

Estas reglas están fundamentalmente referidas a cinco aspectos de los títulos objeto de este tipo de emisiones: el pago de sus intereses, las convenciones utilizadas para el pago de dichos intereses, el factor de cálculo y liquidación de intereses, el valor nominal de los títulos y la revelación de información.

El propósito de estas disposiciones es generar reglas de transparencia y homogeneización entre las emisiones de este tipo, para facilitar a los diferentes agentes del mercado el entendimiento de las emisiones y las actividades de colocación, negociación, compensación, liquidación y valoración de las mismas, más aún cuando estas normas fueron expedidas en un contexto en el que la totalidad del mercado de renta fija se desarrollaba en sistemas de negociación autorizados en los que se hacía propicia la estandarización de las condiciones bajo las cuales se negociaban estos títulos.

Además de las reglas señaladas, que se incorporan en el artículo 6.1.1.1.5 del Decreto en mención, la posibilidad de flexibilizar condiciones de emisiones para títulos de contenido crediticio o mixto, requiere un ajuste adicional en el artículo 6.4.1.1.44 relacionado con la oferta pública de bonos y de manera específica, con la forma como estos deben ser pagados.

Otros de los artículos modificados, es el artículo 6.6.1.1.1., el cual se ajusta para indicar que el cómputo del plazo de los papeles comerciales se inicia a partir de su fecha de emisión y no de la de suscripción. Lo anterior, con el propósito de homologar dicho cómputo al que se encuentra previsto para los demás títulos de contenido crediticio en el artículo 6.1.1.1.5. del Decreto 2555 de 2010.

El artículo 5.6.10.1.5. del Decreto 2555 de 2010, también es ajustado con el mismo propósito general del decreto: la generación de una mayor liquidez para la emisión de títulos de deuda, como los hipotecarios emitidos en el marco de los procesos de titularización. Para este efecto, la referida norma se modifica en el sentido de permitir la emisión de títulos en una unidad distinta a aquella en la que se

encuentran denominados sus activos subyacentes.

Finalmente, con el propósito de auspiciar eficiencias en la distribución de los informes de gestión que se distribuyen a los accionistas de las sociedades emisoras de acciones inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores – RNVE y, propiciar además un consumo racional del papel en condiciones en las cuales se garantice la autenticidad, integridad, fiabilidad y disponibilidad de la información que en dichos informes se incorpore, se establece la posibilidad de que las emisoras de acciones difundan esta información en medios electrónicos.

2.2. Tipos de instrumentos y condiciones para la emisión de instrumentos de renta fija

En el mercado de renta fija en Colombia, en el que es viable la negociación de títulos de contenido crediticio y mixto, las opciones que principalmente se pueden ofrecer son los valores de deuda pública, los bonos, los papeles comerciales, los certificados de depósito a término y las aceptaciones bancarias. Este tipo de instrumentos se constituyen como las principales alternativas sobre las cuales los emisores pueden captar recursos para financiar sus actividades.

Tales opciones de inversión cuentan con estructuras simples que facilitan su comprensión por parte de los inversionistas y los emisores. Estas condiciones que se encuentran definidas en la normatividad buscan crear un marco de estandarización que facilite la comprensión por parte de inversionistas y agilice los procesos de emisión para el caso de los emisores. En este sentido, los valores de contenido crediticio o mixto que sean objeto de oferta pública deben cumplir con lo siguiente:

- Cálculo de intereses: Los intereses sólo podrán ser pagados al vencimiento del período objeto de remuneración. Tales períodos serán mensuales, trimestrales, semestrales o anuales y se contarán a partir de la fecha de emisión y hasta el mismo día del mes, trimestre, semestre o año siguiente. En caso de que dicho día no exista en el respectivo mes de vencimiento, se tendrá como tal el último día calendario del mes correspondiente.

Sin embargo, para los títulos de una titularización cuyo pago esté subordinado por la estructura de la misma, el pago de intereses se efectuará de conformidad con las reglas previstas en el respectivo reglamento, las cuales deberán ser homogéneas para cada una de las series. Así mismo, esta estructura de pagos no aplica para los papeles comerciales y los certificados de depósito a término teniendo en cuenta la duración de estos instrumentos.

- Reglas para el cálculo de los intereses: En cada emisión, los intereses se calcularán desde el inicio del respectivo período empleando las convenciones 360/360, 365/365 y real/real. En ningún caso se podrán emplear convenciones distintas de las anteriormente enunciadas, ni crear nuevas a partir de combinaciones de los factores que correspondan a cada una de éstas, de manera tal que la convención que se emplee sea consistente.

- Factor de cálculo y liquidación de intereses: Para cada instrumento el factor de cálculo, es decir la forma como se estiman los intereses, deberá emplearse hasta seis decimales aproximados por el método de redondeo, sin importar que se exprese en términos de fracción decimal o porcentual. Por otro lado, en el caso que se ofrezcan instrumentos con rendimientos compuestos por una referencia nominal más un margen se deberá, si se trata de tasas efectivas dicha adición deberá realizarse en términos anualizados, mientras que para tasas nominales se realizará un proceso aditivo.
- Valor nominal. El valor nominal de los valores se deberá expresar en múltiplos de cien mil pesos (\$100.000), o de mil (1.000) unidades básicas cuando ésta sea diferente al peso colombiano. El valor nominal es aquel que se expresa en el título al momento de su emisión, el cual no varía por efecto de las amortizaciones periódicas del mismo. Esta condición no será aplicable para certificados de depósito a término y títulos de deuda pública de la Nación.
- Revelación de información. Se deberá informar a los inversionistas, en el momento en que se liquiden y paguen los respectivos intereses, la tasa de interés liquidada y pagada expresada en términos efectivos anuales y la convención utilizada para el cálculo de los intereses de la respectiva emisión.
- Requisitos especiales: La normatividad actual establece que existen una serie de instrumentos que pueden emitirse sin necesidad de cumplir con las condiciones para el cálculo, liquidación y estimación de los intereses. En este sentido, el Decreto 2392 de 2015 estableció que los instrumentos de deuda que cumplen con los criterios de permanencia y calidad que se determinaron en los artículos 2.1.1.1.6 y 2.1.1.1.8 del Decreto 2555 de 2010 para los instrumentos híbridos.

Si bien, este tipo de estructuras busca garantizar la homogeneidad entre los diferentes instrumentos de renta fija, la emisión de estructuras por fuera de estas condiciones está limitada a las titularizaciones, teniendo en cuenta que los subyacentes de estas operaciones implican condiciones faciales que no atienden a las condiciones estandarizadas y homogéneas establecidas en la normatividad vigente. Por lo tanto, la variedad de opciones a las que se puede recurrir en este mercado, tanto para emisores como inversionistas, se encuentra restringida y su factor diferenciador únicamente es la calificación crediticia del emisor. En este sentido, la siguiente sección ilustrará las condiciones con las cuales se realizan las emisiones en el mercado de valores en el país.

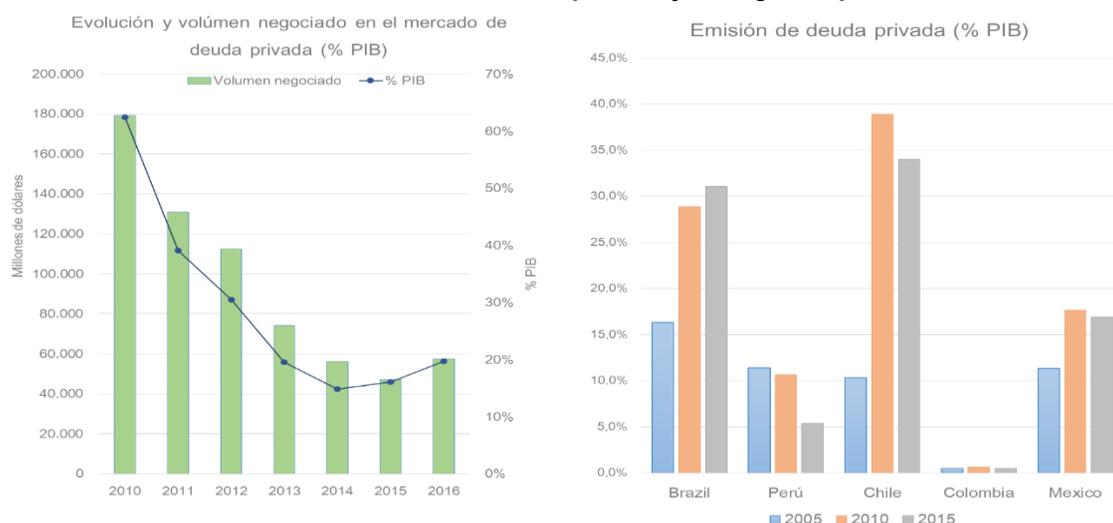
2.4. Cifras relevantes en el mercado de renta fija en Colombia

Las condiciones o reglas descritas en la sección anterior indican que la emisión de instrumentos de deuda se ha homogenizado llevando a que el mercado de renta fija, especialmente el relacionado con

la deuda privada, emita instrumentos que no cuentan con factores diferenciales que permitan a los emisores buscar nuevos métodos de financiación.

En el estudio publicado por la BVC en 2015 se destaca que los volúmenes de emisión primaria se han mantenido en niveles elevados pero el mercado de deuda privada aún se encuentra en una fase inicial de desarrollo. Elementos como la cantidad, recurrencia y perfil de riesgo de los emisores que están en el mercado, las características de los títulos que se emiten y el saldo de los títulos disponibles frente al tamaño de la economía no han evolucionado de igual forma que los volúmenes colocados¹. Durante el 2010 la negociación en este mercado representó el 80% del PIB pero los últimos años esta relación disminuyó y se ubicó en el 20% del PIB. Este resultado pudo estar relacionado con la volatilidad observada en los mercados y la restricción de liquidez que enfrentaron los países emergentes ante el cambio en la postura monetaria en las economías desarrolladas. Esta situación amplió los problemas de este mercado y pudo ocasionar que la emisión de nuevos instrumentos se redujera significativamente respecto a los países de la región (gráfico 1).

Gráfico N° 1. Evolución del mercado de deuda privada y en algunos países de Latinoamérica



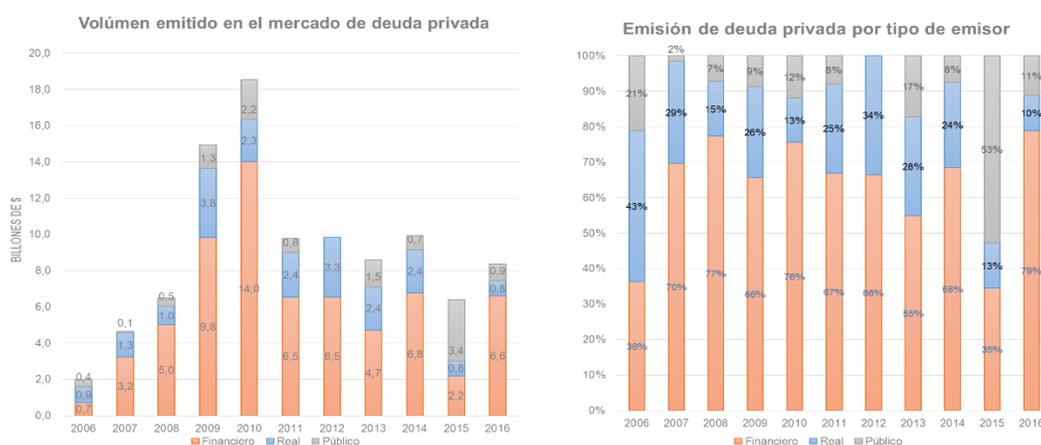
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco Mundial. Cálculos: URF

En Colombia, los resultados observados durante estos años en los procesos de emisión resaltan la baja participación del sector real y una alta concentración de emisores del sector financiero. Cifras con corte en diciembre de 2016 indican que durante los últimos 10 años el 63% de los recursos obtenidos a través de la emisión pública de valores fue realizado principalmente por empresas del sector financiero, mientras que las entidades del sector real y público participan con el 23% y 13%, respectivamente. Durante los últimos 10 años los emisores han logrado triplicar el valor de recursos conseguidos a través del mercado de capitales, llegando a un valor máximo de \$18 billones en 2010 y manteniendo un valor promedio de \$8 billones durante los últimos 5 años (gráfico 2).

¹ Valderrama, Ángela. González, Cristian. Miguélez, Javier. Mercado de deuda privada en Colombia. Bolsa de Valores de Colombia. 2015

Adicional a este panorama, la BVC (2015) destaca que el desarrollo del mercado de deuda privada ha estado concentrado en la emisión de bonos a mediano y largo plazo y, que emisiones como los de papeles comerciales y las titularizaciones se han rezagado. Desde el 2013 la emisión de papeles comerciales se detuvo y la totalidad de estos instrumentos ha llegado a su fecha de vencimiento². En el caso de las titularizaciones, la disminución en los volúmenes emitidos responde a la terminación del beneficio tributario que tenían los rendimientos generados por los títulos hipotecarios TIPS. Esta situación generó que la oferta de valores en el mercado de deuda privada se limitará a bonos y CDT's, estos últimos instrumentos emitidos exclusivamente por los establecimientos de crédito (gráfico 3) y en las condiciones homogéneas mencionadas atrás.

Gráfico N° 2. Evolución del mercado de deuda privada por tipo de emisor en Colombia



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia y Bolsa de Valores de Colombia. Cálculos: URF

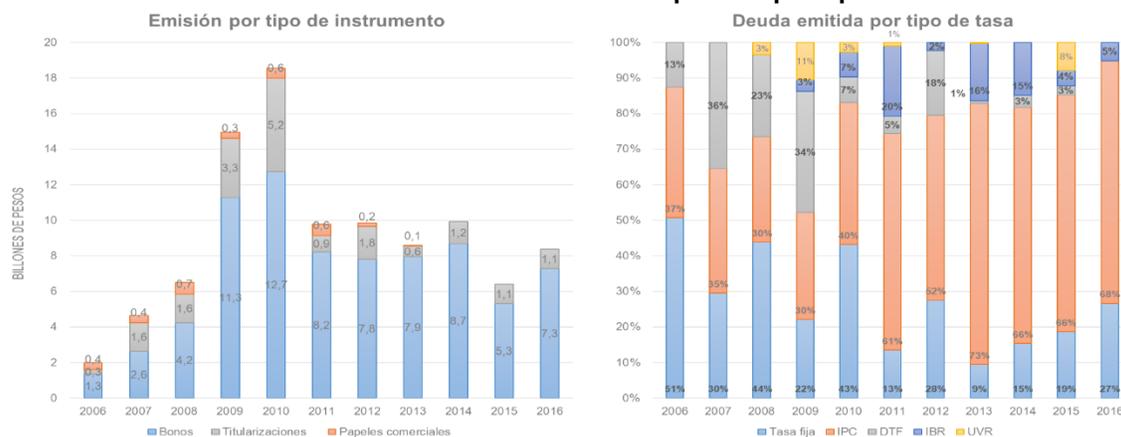
Durante los últimos años las características de emisión de las colocaciones realizadas en el mercado de deuda presentaron cambios importantes, principalmente en las tasas de referencia. Desde el 2006, la mayoría de las emisiones eran realizadas a tasa fija y a IPC, concentrando cerca del 50% de los instrumentos colocados. Es importante resaltar que, con la entrada del IBR al mercado monetario, se observa a partir de 2009 mayor aceptación de este indicador por parte de las entidades financieras, las cuales han empezado a utilizarlo como tasa de referencia en la emisión de bonos. A pesar de que los resultados indican una mayor preferencia de los emisores por la estructuración de instrumentos de deuda con rendimientos variables (tasa de referencia + margen), las opciones se limitan a tasas como la DTF, la cual ha sido desplazada como opción de emisión, el IPC y el IBR (gráfico 3).

Estos resultados indican que el mercado de deuda privada en el país cuenta con estructuras tradicionales que limitan el acceso de los emisores a mecanismos que flexibilicen elementos como el pago de intereses o la amortización de la deuda. Lo anterior, constituye un factor que restringe el papel del mercado de capitales como fuente de financiación para el largo plazo y promueve que la industria bancaria se convierta en la principal opción para fondear las diferentes actividades económicas. Es

² Las últimas dos emisiones de papeles comerciales se realizaron el 26 de septiembre de 2012 por un valor de \$ 200 mil millones y el 15 de agosto de 2013 por un monto de 50.000 mil millones. La duración de ambos instrumentos fue de 12 y 3 meses, respectivamente.

probable que incrementar las opciones para emitir valores en el país no mejore la profundidad del mercado de capitales, sin embargo, contribuye a que los emisores puedan contar con mecanismos que compitan o complementen los productos que tradicionalmente se encuentran en la banca.

Gráfico N° 3. Evolución del mercado de deuda privada por tipo de instrumento



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia y Bolsa de Valores de Colombia. Cálculos: URF

3. Experiencia internacional.

Las condiciones que deben cumplir la emisión de valores de renta fija en jurisdicciones como México, Perú, Chile y España –en las que las estructuras bajo las cuales se emiten este tipo de instrumentos están menos acotadas-, indican que este proceso debe garantizar una oportuna y clara difusión de información de las condiciones sobre las cuales se coloca deuda en sus mercados de capitales.

El común denominador en estas experiencias está relacionado con el cumplimiento de una serie de requisitos que buscan informar las principales características de los instrumentos en elementos como la tasa de rendimiento, el plazo de colocación, el monto de colocación, el mecanismo de amortización, entre otros, sin que ello implique una homogeneización de las emisiones.

La integración del mercado de capitales europeo, específicamente en materia de colocación de deuda privada, se concentró en la remoción de barreras técnicas, legales y fiscales. La expedición de la Directiva 2001/34/CE, generó el marco común de acción para crear los estándares que deberían comenzar a utilizarse en toda la unión europea. Estos estándares o condiciones mínimas buscan garantizar la información suficiente a los inversionistas y evitar que los países miembros definan criterios discriminatorios que impidan la negociación de los instrumentos.

En este sentido, la Directiva introduce un cambio trascendental en el funcionamiento y organización de los mercados de valores de la Unión Europea, ya que homogeneiza las exigencias relativas a todo el proceso de aprobación del prospecto o folleto exigido para la admisión a cotización de valores en mercados regulados comunitarios y para las ofertas públicas, con la finalidad de hacer efectivo el pasaporte comunitario del folleto o prospecto³, sin exigir total uniformidad en la estructura de las emisiones.

³ Real Decreto 1310/2005 del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos.

Dentro de los lineamientos que establece la regulación europea para los temas relacionados con las condiciones faciales en los instrumentos de deuda y que se encuentran establecidos en el “esquema de folleto para la admisión de obligaciones a la cotización oficial en una bolsa de valores” se destacan⁴:

- Respetto a la tasa o rendimiento del instrumento
 - Precio de emisión y de reembolso y tipo nominal; si están previstos varios tipos de interés, indicación de las condiciones de modificación.
 - Indicación del tipo de rendimiento. El método de cálculo de este tipo se precisará de forma resumida.
- Respetto al plazo del instrumento
 - Duración del empréstito, eventuales vencimientos intercalados.
 - Fecha del comienzo del disfrute y vencimiento de los intereses.
 - Plazo de prescripción de los intereses y del capital.
 - Modalidades y plazos de entrega de las obligaciones, creación eventual de resguardos provisionales.
- Respetto a las garantías que otorga el emisor:
 - Naturaleza y alcance de las garantías, seguridades y compromisos destinados a asegurar el buen fin del empréstito, es decir, el reembolso de las obligaciones y el pago de los intereses.
 - Indicación de los lugares donde el público podrá acceder a los textos de los contratos relativos a dichas garantías, seguridades y compromisos.
- Otros aspectos relevantes:
 - El prospecto o folleto deberá contener información que, según las características del emisor y de los valores negociables, sean necesarias para que los inversores y sus asesores financieros puedan emitir un juicio fundado sobre el patrimonio, la situación financiera, los resultados y las perspectivas del emisor, así como sobre los derechos inherentes a dichos valores negociables.
 - Descripción cuantitativa de las principales inversiones, incluidos los intereses en otras empresas, tales como acciones, participaciones, obligaciones, etc., realizadas durante los tres últimos ejercicios y en los meses ya transcurridos del ejercicio en curso.

Como se puede observar, en el caso europeo no se establecen reglas específicas de homogeneización de las emisiones, sino que se busca que se revele adecuadamente la información y se establecen reglas para dicha revelación.

Por su parte, en Latinoamérica los países de la región han hecho esfuerzos importantes para estandarizar los requisitos que deben acreditar los instrumentos que se emiten en sus respectivos mercados. En principio, la experiencia en México, Chile y Perú destaca que los folletos o prospectos de información deben garantizar que las autoridades financieras, las infraestructuras del mercado, los emisores y los inversionistas cuentan con la suficiente información para conocer las principales características de los instrumentos y garantizar que se pueden tomar decisiones de inversión adecuadas con los datos contenidos en estos documentos.

⁴ Directiva 2001/34/ce del parlamento europeo y del consejo. Sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores

En el caso particular de México, la Ley del Mercado de Valores y su posterior reglamentación a través de las condiciones de carácter general aplicables a los emisores de valores, destaca que el prospecto de colocación debe incluir la información más reciente que se conozca a la fecha de presentación de la solicitud. Así mismo, la regulación mexicana considera que la información que se debe incorporar dentro de los prospectos o fichas debe tener en cuenta los siguientes lineamientos generales condiciones (tabla 1):

Tabla 1. Lineamientos generales de los folletos o prospectos informativos en México.

Principio de relevancia	Fuentes de información externa y declaración de expertos	Denominación de la moneda	Incorporación por referencia
<ul style="list-style-type: none"> • Será responsabilidad de la emisora, así como de las personas que suscriban el documento, el determinar qué información es relevante en el contexto de las características particulares de cada emisora. Al determinar qué información es relevante deberán tomarse en cuenta tanto factores cuantitativos como cualitativos. 	<ul style="list-style-type: none"> • Cuando un reporte, estadística o demás información contenida en el prospecto de colocación se hubiese obtenido de una fuente pública de información, se deberá citar la misma y cuando la información provenga de algún experto se deberá incluir una declaración indicando que dicha información ha sido incluida, con el consentimiento de la persona 	<ul style="list-style-type: none"> • Todas las cifras que se presenten, deberán estar expresadas en la misma moneda de los estados financieros, salvo que se indique lo contrario en el prospecto o suplemento. Tratándose de cifras denominadas en moneda extranjera, cuando la emisora considere conveniente presentar una conversión de dichas cifras a pesos mexicanos, se deberá utilizar el tipo de cambio a la fecha del último periodo presentado o aquél que corresponda conforme a la normatividad contable aplicable 	<ul style="list-style-type: none"> • En cualquier caso, el emisor podría incorporar por referencia toda aquella información que haya sido aprobada previamente por la autoridad financiera. Así mismo, no se podrán incorporar por referencia aquellos capítulos de los documentos, que no se apeguen de manera cabal a los requisitos generales expedidos por la autoridad.

Fuente: Instructivo para la elaboración de prospectos de colocación, folletos informativos y suplementos informativos. Comisión Nacional Bancaria y de Valores de México.

Desde la perspectiva de los requisitos puntuales que deben acreditar los emisores mexicanos se resalta que las instrucciones relacionadas con tasas, plazos, montos, amortización, características de las emisiones, entre otras, deben informarse de forma clara evitando que los tenedores de los instrumentos puedan incurrir en malas interpretaciones. Así mismo, se destaca que no existen limitaciones para la expresión financiera de las condiciones faciales de los instrumentos, lo que permite la emisión de obligaciones utilizando una variedad de condiciones.

Las experiencias chilena y peruana destacan que los folletos o prospectos informativos deben contar con una serie de contenidos mínimos que deben garantizar que se está informado sobre las principales características de los instrumentos. Ambas jurisdicciones cuentan con una estructura similar para los prospectos y no establecen condiciones especiales a los requisitos generales que deban cumplir los valores de deuda emitidos, a excepción de Perú que obliga a los emisores a informar dentro del prospecto que las tasas de interés deben estar expresadas en términos nominales anuales, sobre la base de un año de 360 días⁵ (tabla 2).

⁵ Resolución CONASEV Nro. 0016-2000. Disposiciones para la estandarización de los valores que otorgan derechos de crédito de emisores nacionales. Artículo único, literal a).

Tabla 2. Lineamientos generales de los folletos o prospectos informativos en Perú y Chile.

Requisito o condición ⁶	Perú	Chile	
Antecedentes económicos y financieros	X	X	
Características financieras de la emisión	X	X	
Presentación estados financieros en estándares internacionales de contabilidad	X	X	
Obligación de actualización periódica de la información	X	X	
Medios de presentación de información:			
Documentos físicos	X	X	
Plataformas electrónicas y virtuales	X		

Fuente: Superintendencia de valores y seguros de Chile y Superintendencia del mercado de valores de Perú

Como se observa en las jurisdicciones revisadas, si bien exigen a sus emisores un tratamiento similar en el suministro de información a los inversionistas, lo cual incluye los formatos en los que se presenta dicha información al mercado, no persiguen que dicha estandarización implique que todas las ofertas de valores se estructuren en condiciones similares, sino que por el contrario determinan en este aspecto reglas generales, que insistimos, tienen como eje fundamental la homogeneización de los datos de la emisión que se proporciona a los inversionistas, pero sin entrar a limitar las posibilidades con las que cuentan los emisores para la estructuración de sus emisiones.

4. Comentarios al proyecto de Decreto.

El proyecto de decreto se publicó para comentarios en la página Web de la URF entre el 20 de febrero y el 03 de marzo de 2017. Se recibieron comentarios de Asobancaria, Banco de la República, Bancolombia, Bolsa de Valores de Colombia, Credifamilia, Deceval, Infovalmer y la Titularizadora Colombiana. A continuación se resumen los principales comentarios recibidos y el análisis realizado por la URF en cada uno de ellos.

4.1 Evitar el uso de certificaciones por parte de las infraestructuras del mercado para los instrumentos emitidos bajo la modalidad no estandarizada.

Comentarios:

Obligar a los emisores a obtener certificaciones por parte de las infraestructuras del mercado puede ser inviable en la práctica y demorar el proceso de autorización de los instrumentos que se emitan bajo la modalidad no estandarizada. Por otro lado, se debe aclarar, que para el caso de los proveedores de precios, sólo se necesitará la certificación de al menos uno de ellos para acreditar el requisito propuesto. Finalmente, se debe evaluar la posibilidad de generar un mecanismo alternativo que garantice el objetivo que persigue la propuesta normativa.

⁶ La información contenida en esta tabla se resumió de las siguientes normas. En el caso de Perú: reglamento de oferta pública primaria y de venta de valores mobiliarios, manual para el cumplimiento de los requisitos aplicables a las ofertas públicas de valores mobiliarios, resolución CONASEV Nro. 0016-2000 y Ley del Mercado de Valores. Para el caso de Chile: Ley N° 18.045 del Mercado de Valores y norma de carácter de general N° 30 de 1989

Análisis:

- Se acoge el comentario y se ajusta la redacción estableciendo que la negociación de las emisiones no estandarizadas, dependerá de la capacidad de los proveedores de infraestructura para el efecto, sin establecer un requisito puntual y adicional a cargo de los emisores.

4.2 La tabla de amortización que se propone en el numeral 2° de las instrucciones comunes para los instrumentos emitidos bajo la modalidad estandarizada y no estandarizada debe ilustrar de forma general las principales características de los títulos.

Comentarios:

La tabla de amortización propuesta debe contener información general sobre las características particulares de los respectivos instrumentos. Por otro lado, se debe reconocer que en algunas emisiones las características faciales se conocen hasta la publicación del respectivo aviso de oferta y por lo tanto, no se podría realizar la proyección de los flujos, pagos o amortizaciones en el prospecto o reglamento de la emisión.

Análisis:

- En instrumentos como las titularizaciones y los bonos hipotecarios, la información para determinar los flujos, pagos o amortizaciones dependen de la evolución de los activos subyacentes.
- En cualquier evento, el emisor deberá incluir en el prospecto y el reglamento de emisión las condiciones generales bajo las cuales se realizarán pagos de capital al vencimiento, amortizaciones o pagos anticipados de capital. Así mismo, estar en la capacidad de informar cualquier situación que considere relevante y que afecte la emisión.

Conforme la finalidad prevista inicialmente para este aspecto del proyecto del Decreto, se ajusta la propuesta de norma, señalando que el prospecto y el reglamento de emisión deberán incorporar un plan de amortización que incorpore las condiciones generales bajo las cuales se realizarán pagos de capital al vencimiento, amortizaciones o pagos anticipados de capital. Así mismo, en el caso que se presenten situaciones que afecten el plan de amortización el emisor deberá informar a los inversionistas de dichas situaciones.

4.3 El término homogéneo del numeral 1° de la modalidad no estandarizada podría generar diversas interpretaciones e ir en contra del objetivo propuesta por el proyecto de Decreto.

Comentarios:

Se considera que la palabra “homogéneos” limita la posibilidad de realizar títulos con cupones diferidos y pagos de intereses con períodos irregulares al principio o al final, además de limitar la voluntad del emisor en establecer a su disposición las condiciones de la sub serie a ofrecer. Por lo tanto, se considera que la presente regla no debería operar tratándose de procesos de oferta pública no

estandarizada.

Análisis:

- El uso del término homogéneo buscaba asegurar que para emisiones que pertenezcan a una misma serie, en programas de emisión, se garantice que se cumplan las mismas condiciones faciales.
- La iniciativa regulatoria no pretendía establecer reglas homogéneas entre las distintas series de una emisión, sino que se respeten las condiciones faciales del instrumento que hace parte de una misma serie.

La propuesta normativa aclarará que en el evento de programas de emisión, las reglas de pago de intereses y el periodo de remuneración deberán ser las mismas para cada una de las series, sin que ello implique que deba existir homogeneidad en las reglas establecidas para las diferentes series.

4.4 Características de los papeles comerciales.

Comentarios:

Teniendo en cuenta que el plazo de los papeles comerciales deberá ser superior a quince (15) días e inferior a un (1) año, contado a partir de la fecha de emisión, es importante poder evaluar la ampliación del plazo, lo anterior con el objetivo que los emisores puedan cumplir con la colocación total del monto inscrito en la emisión. Así mismo, se debe prorrogar el plazo de los papeles comerciales por una sola vez, levantando la prohibición de prorrogar el plazo de estos títulos cuando hagan parte de un programa de emisión.

Análisis:

- Las características actuales de los papeles comerciales son suficientes para satisfacer las necesidades de financiación a corto plazo que tienen los emisores que acuden a estos instrumentos.
- Modificar las características de estos instrumentos podría generar arbitrajes con otros instrumentos del mercado. Por lo tanto, ampliar la duración o permitir que se prorrogue el plazo para colocar la totalidad del monto autorizado en los papeles comerciales, llevaría a estructurar un instrumento con características muy similares a las de un bono.

La propuesta normativa no modificará las condiciones que actualmente presenta los papeles comerciales, en el aspecto comentado.

4.5 Plazo de los instrumentos al descuento.

Comentarios:

Sugerimos que se elimine la condición de que los únicos instrumentos que se puedan emitir al descuento sean aquellos con plazo de emisión de hasta un año.

Análisis:

- Teniendo en cuenta el objetivo que se persigue con la propuesta normativa es viabilizar la emisión de instrumentos con características no estandarizadas y que además se ofrezca a inversionistas profesionales, se considera pertinente permitir el diseño de instrumentos al descuento que tengan plazos diferentes a las de un año.

La propuesta normativa incluirá la posibilidad de emitir títulos al descuento con diferentes plazos de vencimiento.

4.6 Titularizaciones expresadas en una unidad o tasa diferente a la del activo subyacente.

Comentarios:

Sugerimos que se incluya la posibilidad de que los títulos de una titularización objeto de emisión puedan ser expresados en una unidad o tasa diferente a la del activo subyacente.

Análisis:

- Permitir esta posibilidad facilitará el proceso de estructuración de nuevas titularizaciones en aquellos emisores que no tienen suficientes activos en moneda legal u otra denominación para realizar una emisión atractiva para el mercado y los inversionistas.

La propuesta normativa permitirá que las titularizaciones puedan emitirse en denominaciones diferentes a las del activo subyacente, siempre y cuando ello ocurra bajo la modalidad no estandarizada.

4.7 Otros comentarios

- Se solicita incluir un plazo de implementación para incluir la nueva base de cálculo (real / 360) dentro de los sistemas de las infraestructuras del mercado.

La propuesta normativa incluirá un régimen de transición para la entrada en vigencia de las nuevas reglas para la emisión de instrumentos.

- Se solicita que los títulos con pago de interés al vencimiento (periodo vencido) y con pago de intereses en periodos irregulares al principio y/o al final como está previsto para titularizaciones, se permita la inversión de los clientes inversionistas.

La propuesta regulatoria busca que los inversionistas profesionales sean quienes puedan adquirir los instrumentos no estandarizados, por lo tanto, no se acoge este comentario.

- Se sugiere modificar la base para determinar el monto de emisión de papeles comerciales, la cual se encuentra expresada en salarios mínimos mensuales legales vigentes, por Unidades de Valor Tributario.

La propuesta regulatoria no modificará la base para determinar el monto mínimo de papeles comerciales, teniendo en cuenta que este aspecto será objeto de un análisis posterior..

5. Propuesta normativa

El desarrollo de instrumentos que presenten características no tradicionales de emisión es importante porque complementan las posibilidades de financiamiento e inversión que ofrecen los mercados de bonos, y en el caso de las titularizaciones, facilitan la transferencia de riesgos entre los agentes e incrementan las posibilidades de financiamiento del sistema en general⁷. Así mismo, se crearán estándares claros y transparentes que mejoren los procesos de innovación financiera responsable con el fin de generar nuevos instrumentos que se adecuen a las necesidades de financiamiento, para el caso de los emisores, o de inversión, para los inversionistas.

En este sentido, la propuesta normativa que se presenta a continuación busca crear nuevos estándares que permitan a los emisores generar nuevas estructuras de pago o de amortización de los instrumentos de contenido crediticio. Para permitir que estos instrumentos se negocien en el mercado de valores colombiano, se proponen realizar los siguientes ajustes en el Decreto 2555 de 2010.

1. Crear nuevas reglas de transparencia y homogenización dentro del artículo 6.1.1.1.5 de Decreto 2555 de 2010 que diferencien entre valores de contenido crediticio que se emiten bajo una modalidad estandarizada y otros, emitidos en condiciones no estandarizadas.
2. Los valores emitidos bajo la modalidad denominada “estandarizada” seguirán cumpliendo las condiciones hoy establecidas en la normatividad colombiana. En este sentido, los instrumentos estandarizados continuarán cumpliendo con los siguientes requisitos:
 - a. Reglas para el pago de intereses
 - b. Reglas para el cálculo de los intereses
 - c. Factor de cálculo y liquidación de intereses
 - d. Valor nominal
 - e. Revelación de información
 - f. Reglas particulares para la modalidad estandarizada
3. Por su parte, la modalidad “no estandarizada”, viabilizará la emisión de aquellos instrumentos que presentan condiciones de estructuración no tradicionales en temas como el pago de interés, el periodo de amortización, la estimación de los rendimientos del instrumentos, entre otros. Con el fin de garantizar que los instrumentos diseñados bajo esta modalidad cumplan con los más altos estándares en materia de transparencia e información, se establecen requisitos adicionales de información que permitan a los diferentes agentes (emisores e inversionistas) identificar sus características y tomar decisiones informadas. En tal sentido, estos instrumentos deberán acreditar lo siguiente:
 - a. Indicación de la tasa de interés de los títulos o procedimiento para su determinación. Los intereses podrán ser pagados al vencimiento del título objeto de remuneración. En el evento de programas de emisión, las reglas de pago de intereses y el periodo de remuneración deberán ser las mismas para cada una de las series, sin que ello

⁷ Valderrama, Angela. González, Cristian. Miguélez, Javier. Mercado de deuda privada en Colombia. Bolsa de Valores de Colombia. 2015

implique que deba existir homogeneidad en las reglas establecidas para las diferentes series.

- b. Fecha desde la cual el título comienza a generar intereses y fechas en las que se realizarán reajustes a dichos intereses, si esto último aplica.
- c. Cuando se trate de títulos que prevean un único pago a la fecha de redención y no sean renovables, los mismos podrán colocarse a descuento como una forma de reconocimiento anticipado de los intereses.
- d. Base en días a que la tasa de interés está referida, expresándola en términos del periodo en que se pagarán los intereses. No obstante, la referida tasa de interés deberá expresarse en términos efectivos o nominales anuales para efectos informativos y comparativos.
- e. Estos instrumentos deberán continuar cumpliendo con las condiciones de factor de cálculo y liquidación de intereses, valor nominal y revelación de información, como sucede para los instrumentos de la categoría estandarizada.

Adicional a esto, se incorporan dos condiciones adicionales: la primera de ellas, referida al tipo de inversionista que puede invertir en este tipo de instrumentos que pueden conllevar condiciones más complejas con estructuras financieras no familiares para clientes inversionistas, razón por la cual la modalidad no estandarizada está limitada a los inversionistas profesionales. La segunda, relacionada con la capacidad que tendrán las infraestructuras del mercado para garantizar la adecuada colocación, negociación, compensación, liquidación y valoración de las correspondientes emisiones que se emitan bajo la modalidad no estandarizada. En este sentido, se busca que los emisores y las infraestructuras generen las sinergias necesarias para asegurar el cumplimiento de las labores mencionadas anteriormente.

4. Reglas comunes a las modalidades estandarizada y no estandarizada. Con el objetivo de incrementar la información y aquellos datos relevantes que se consideran determinantes para estos instrumentos, se exigirá a los emisores que incluyan dentro los prospectos o los reglamentos de la emisión, las siguientes condiciones:
 - a. Indicar de manera expresa en el prospecto y reglamento de emisión, la modalidad utilizada para la emisión de los valores, conforme las modalidades descritas en el presente artículo.
 - b. Incluir en el prospecto y el reglamento de emisión un plan de amortización que incorpore las condiciones bajo las cuales se realizarán pagos de capital al vencimiento, amortizaciones o pagos anticipados de capital, según el caso.
 - c. En escenarios en los que se presenten prepagos o cualquier otra circunstancia que afecte el plan de amortización de los títulos o de las diferentes series, deberá llevarse a cabo una adecuada revelación de los supuestos que se empleen para la estructuración de tales circunstancias o escenarios y en todo caso, en cumplimiento del presente numeral, se deberá proporcionar la información necesaria para que los inversionistas estén en capacidad de generar sus propios modelos de análisis

- d. En caso de existir más de una serie en los programas de emisión, deberá presentarse una tabla de amortización para cada serie. Si se trata de una tasa de interés variable o esta sea determinada al momento de la colocación, deberá quedar claramente establecida la forma de su determinación y el modo en que se informará al respecto, a los tenedores de bonos.
 - e. La tasa de interés o rentabilidad para valores de contenido crediticio o mixto inscritos para su negociación en una bolsa de valores o sistema de negociación de valores, podrá ser publicada de forma separada al aviso de oferta, el día de la emisión de los valores, en los boletines que para el efecto se tengan establecidos en la respectiva bolsa de valores o sistema de negociación. El aviso de oferta deberá contener una mención expresa de tal circunstancia.
5. Condiciones de pago para instrumentos de contenido crediticio que permitan la celebración de compromisos a plazo: Los bonos con compromisos a plazo son aquellos que permiten a los emisores a tener la posibilidad de emitir un instrumento en el futuro el cual se encuentra respaldado por un proyecto que aún se encuentra en su fase de construcción y no cuenta aún con una estructura de flujos de caja que permitan reconocer el pago de cupones o rendimientos. Así mismo, esto implica que los inversionistas deben tener el compromiso de adquirir los títulos en el futuro, según las condiciones que se informen en el respectivo prospecto o reglamento de la emisión.

En este sentido, se incluye dentro del artículo 6.4.1.1.44 del Decreto 2555 de 2010 la posibilidad para la modalidad no estandarizada, de que los bonos no sean pagados íntegramente durante la suscripción de este. Lo anterior, implica que para esta modalidad el pago de los títulos podrá efectuarse de conformidad con las reglas que el emisor establezca en el respectivo reglamento y prospecto de información.

6. Requisitos para papeles comerciales: Se nivela este requisito al establecido para la emisión de otros títulos de deuda, al aclarar para este tipo de instrumentos que el plazo de los papeles comerciales deberá contarse a partir de su fecha de emisión y no de suscripción, como está actualmente previsto. Así mismo, se precisa que dicha fecha de emisión deberá estar acorde con lo establecido en el numeral 1° del Artículo 6.1.1.1.5. del Decreto 2555 de 2010.
7. Difusión electrónica de informes de gestión: Se propone para mejorar el proceso de difusión de información por parte de los emisores de acciones que estos puedan distribuir electrónicamente los informes de gestión aprobados o aquellos que pongan a consideración de sus accionistas para su respectiva aprobación. Lo anterior, sin perjuicio de los requisitos establecidos en las demás normas vigentes relacionadas con la preparación, depósito y conservación de dichos informes o de la información financiera y contable, en general.

Así mismo, el emisor deberá garantizar la autenticidad, integridad, fiabilidad y disponibilidad de la información incorporada en los informes de gestión que difunda electrónicamente. Por otro lado, la Superintendencia Financiera de Colombia, podrá establecer requisitos adicionales para la difusión electrónica de este tipo de información.

8. Incorporación de la base de cálculo real /360 para la estimación de los intereses en los valores de contenido crediticio o mixto que sean objeto de oferta pública. La normativa actual establece que el cálculo de los intereses se efectúe utilizando tres tipos de convenciones, las cuales son 360/360, 365/365 y real/real. Recientemente, el desarrollo de los mercados financieros, en especial el mercado de derivados de tipos de interés, ha ocasionado el nacimiento de una nueva convención de conteo para el cálculo y la liquidación de los intereses, la cual se conoce como base real/360.

La experiencia internacional indica que tasas como la LIBOR (London Interbank Offered Rate) y el EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate), de referencia en los mercados monetarios internacionales, están construidas con la convención real/360. Por otro lado, las operaciones de los mercados monetarios (mercado financiero donde se negocian activos financieros con plazos menores a 12 meses) utilizan esta convención para facilitar el cálculo de los rendimientos o intereses generados durante la negociación de la operación. Además, en el caso colombiano el Indicador Bancario de Referencia (IBR) utiliza para su formación en los plazos overnight, un (1) mes, tres (3) y seis (6) meses, esta convención.

Si bien, la liquidación de los intereses depende de las necesidades o preferencias de los emisores, se hace necesario adecuar los estándares a las mejores prácticas internacionales que se presentan en los mercados monetarios. En este sentido, se propone una nueva base de liquidación de intereses que incorpore dentro del Decreto 2555 de 2010, la convención real /360.

9. Se modifica el artículo 5.6.10.1.5. del Libro 6 de la Parte 5 del Decreto 2555 de 2010 con el fin de permitir que aquellas titularizaciones que se emitan bajo la modalidad no estandarizada puedan denominarse en moneda legal colombiana o en una unidad distinta, independientemente de la denominación del activo subyacente.
10. Teniendo cuenta los ajustes operativos que deberán desarrollar las infraestructuras con la implementación de la nueva modalidad no estandarizada y la nueva base de cálculo (real /360) se incorporará un régimen de transacción de 3 meses, a partir de la fecha de publicación del Decreto.

6. Bibliografía

- Fradique-Méndez, Carlos. Brigard & Urrutia Abogados. Guía del mercado de valores. 2014.
- Calderon, Sergio. Operaciones de Tesorería. Colegio de estudios superiores de administración (CESA). Abril de 2006.
- Pinilla, Roberto. Valero, Luis. Guzmán, Alexander. Operaciones en el mercado de capitales. Correval sociedad comisionista de bolsa. Tercera edición. Diciembre de 2007.

- Valderrama, Ángela. González, Cristian. Miguélez, Javier. Mercado de deuda privada en Colombia. Bolsa de Valores de Colombia. 2015
- Resolución CONASEV Nro. 0016-2000. Disposiciones para la estandarización de los valores que otorgan derechos de crédito de emisores nacionales.
- Ley N° 18.045 del Mercado de Valores y norma de carácter de general N° 30 de 1989 de Chile
- Real Decreto 1310/2005 del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos.
- Directiva 2001/34/ce del parlamento europeo y del consejo. Sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores