

## DOCUMENTO TÉCNICO

### Información periódica y relevante

Mariana Aya, Anibal Yamhure, Alexander Guerrero<sup>a</sup>

Ana María Prieto<sup>b</sup>

a. Asesores, b. Subdirectora Desarrollo de Mercado

Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera - URF

Bogotá D.C., Colombia. Agosto 10 de 2020.

### Resumen

La Ley 964 de 2005 establece que corresponde al Gobierno Nacional intervenir en el mercado de valores con el objetivo propender por su promoción y el desarrollo, dada su función de servir como un complemento del mercado bancario tradicional en el sentido de ofrecer una forma alternativa de financiación de empresas, así como alternativas de inversión para los diferentes agentes superavitarios de la economía.

En virtud de lo anterior, el Gobierno Nacional ha venido expidiendo diferentes normas, encaminadas a promover eficiencias en el mercado de capitales colombiano, eliminar barreras de acceso, aumentar los niveles de disciplina de mercado y alivianar cargas innecesarias para el acceso de emisores al mercado de valores, entre otras.

En esta misma línea, la Ley 964 de 2005 establece que entre los criterios que debe tener en cuenta el Gobierno Nacional para la consecución de los objetivos está que el mercado de valores esté provisto de información que sea oportuna, completa y exacta, de manera que el mercado funcione de manera eficiente y los agentes que participan en el mercado puedan contar con información cualitativa y cuantitativa suficiente para tomar decisiones de inversión o desinversión.

El presente documento técnico y su correspondiente proyecto de decreto se enmarcan dentro de los objetivos de promoción y desarrollo del mercado de valores y se relaciona con la información que deben revelar los emisores del mercado de valores. En esta medida se hace una revisión de la información periódica y la relevante, con el fin de acercarla a jurisdicciones con mercados de capitales desarrollados, aumentar la disciplina de mercado de emisores, eliminar disposiciones que no agregan valor al inversionista, y, en términos generales, promover una información de mayor calidad al mercado.

El presente estudio técnico fue aprobado por el Consejo de Directivo de la Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera – URF en sesión del 30 de octubre de 2020.

## Tabla de contenido

INTRODUCCIÓN.....	3
1. MARCO GENERAL PARA LA REVELACIÓN DE INFORMACIÓN.....	4
1.1. Clasificación de la información .....	5
1.2. Principios .....	6
1.3. Estándares internacionales .....	7
1.3.1. Componentes de la revelación de información .....	7
1.3.2. Información periódica .....	7
1.3.3. Información relevante .....	7
1.4. Situación actual .....	9
1.4.1. Información periódica .....	9
1.4.2. Información relevante .....	9
2. PROPUESTA NORMATIVA .....	10
2.1. Generalidades de la revelación de información. ....	10
2.2. Información periódica .....	11
2.3. Información relevante .....	11
2.3.1. Información relevante por tipo de agente en el Registro Nacional de Valores y Emisores 11	
2.3.2. Eventos que componen la información relevante.....	12
2.3.3. Información material que no constituye información relevante.....	13
2.3.4. Responsabilidad por el envío de la información .....	13
3. SÍNTESIS DE LOS PRINCIPALES COMENTARIOS RECIBIDOS DEL PÚBLICO .....	13
BIBLIOGRAFÍA.....	18

## INTRODUCCIÓN

La teoría económica de los mercados eficientes tiene como premisa fundamental la existencia de información perfecta, de manera que los actores del mercado conocen de manera inmediata la información producida y existe un ajuste instantáneo de precios, volviendo teóricamente imposible que un actor determinado pueda acceder a información privilegiada que le permita sacar beneficios de las fluctuaciones del mercado. Aunque esta es una premisa teórica, de ella se deriva que una variable fundamental para lograr un mercado de valores (cuasi)eficiente y desarrollado es la existencia de información oportuna y suficiente que le permita a los distintos participantes la toma de decisiones en condiciones equitativas. Esta posiblemente fue la intención del legislador al momento de expedir la Ley 964 de 2005 y con ella establecer como uno de los criterios de intervención del Gobierno nacional en el mercado de valores que éste esté dotado de información que sea oportuna, completa y exacta.

Lograr un mercado de capitales eficiente y desarrollado es uno de los objetivos que tiene el Gobierno nacional para intervenir en el mercado de valores. Este objetivo parte de que un mercado de capitales eficiente, profundo y desarrollado está correlacionado positivamente con (i) el crecimiento económico, la inversión, el desarrollo y fortalecimiento de la economía y (ii) el desarrollo y promoción del emprendimiento. En efecto, IOSCO señala que los mercados de capitales *“Respaldan las iniciativas empresariales, financian la explotación de nuevas ideas y facilitan la gestión del riesgo financiero. Además, ya que los pequeños inversionistas están invirtiendo una proporción cada vez mayor de su dinero en fondos de inversión y otros instrumentos de inversión colectiva, los mercados de valores se han vuelto primordiales para la planificación financiera y los planes de jubilación de las personas. Una regulación sencilla y eficaz y, a su vez, la confianza que de ella se deriva es importante para la integridad, el crecimiento y el desarrollo de los mercados de valores.”*<sup>1</sup>

De forma similar, la Misión del Mercado de Capitales del 2019 (en adelante la “MMC”) se refiere al mercado de capitales como un eje fundamental para el desarrollo económico colombiano, debido a que sus funciones redistributivas permiten maximizar los retornos financieros que componen el sistema financiero y, en últimas, mejorar el bienestar de la sociedad como un todo.

En este orden de ideas, si uno de los objetivos para que el Gobierno nacional intervenga en el mercado de valores es lograr el desarrollo y la eficiencia del mercado de valores, uno de los criterios que debe abordar la regulación financiera para la consecución de este objetivo es que el mercado de valores esté provisto de información suficiente y oportuna, divulgada en condiciones de igualdad, de manera que los distintos actores que participan en el mercado puedan ajustar su conducta y tomar decisiones con base en la información generada.

Más aún, en el contexto de la MMC, la Unidad considera importante resaltar que una de las recomendaciones que arrojó el informe final fue hacer un llamado al Gobierno nacional a asumir una actitud de liderazgo frente al proceso de integración de los países que conforman la Alianza del Pacífico. Para estos efectos, la comisión que adelantó la MMC expuso que, entre otras acciones, era “deseable adoptar regulaciones que converjan a los estándares, usos y mejores prácticas

---

<sup>1</sup> IOSCO Metodología Para la evaluación de la implementación de los Objetivos y Principios de regulación de los mercados de valores de IOSCO.

internacionales en materias tales como *revelación de información de emisores*, gobierno corporativo, registros integrados y regímenes de insolvencia.” (Itálica fuera del texto).

Las propuestas que se desarrollan en el presente documento técnico y su correspondiente proyecto de decreto tienen como referencia estos principios y en esa medida buscan promover eficiencias y transparencia en el mercado de capitales, así como fortalecer la protección de los inversionistas, en temas tales como la información que deben brindar los emisores a los inversionistas para su toma de decisiones.

El documento técnico cuenta con dos secciones. La primera, dedicada a evaluar el funcionamiento de las prácticas de revelación de información en el entorno internacional. La segunda, dedicada a exponer la propuesta normativa.

## 1. MARCO GENERAL PARA LA REVELACIÓN DE INFORMACIÓN

Un elemento esencial para contar con un mercado de valores eficiente es el flujo de información con el que cuentan los distintos participantes para poder tomar decisiones. En efecto, sin un flujo de información idónea y oportuna, difícilmente se puede construir un mercado de valores eficiente y los esfuerzos adicionales por procurar su desarrollo se verán limitados. Así las cosas, contar con estándares de divulgación de información adecuados, que permitan a los actores contar con la información necesaria para tomar decisiones, se vuelve un aspecto indispensable para la regulación y el control del mercado de valores.

No obstante lo anterior, en el ejercicio de establecer los estándares que debe seguir la revelación de información el regulador debe velar por evitar imponer cargas y costos de cumplimiento excesivos a los emisores de valores, de manera tal que la carga de revelación de información no se vuelva una barrera de entrada para empresas interesadas en convertirse o mantenerse como emisores en el mercado de valores colombiano.

Así las cosas, la regulación relativa a las reglas de divulgación de información debe estar encaminada a lograr un equilibrio entre la oferta y la demanda por valores. La creación de un marco normativo que debe lograr, por un lado, que exista transparencia, eficiencia en la formación de precios y protección a los inversionistas<sup>2</sup>. Por otro, no sobrecargar a los emisores con costos de cumplimiento normativo que sobrepasen los beneficios que podrían conseguir al acceder al mercado de capitales.

Sobre estos aspectos, en el documento de Salamanca, Ramirez y Agudelo (2019) se menciona que “Los principios de gobierno corporativo del G20/OECD3 establecen que, cuando las circunstancias lo requieren, los mandatos del gobierno corporativo se deben revisar y si es del caso ajustar: “Teniendo en cuenta los costos y los beneficios de la regulación, los gobiernos tienen la importante responsabilidad de establecer un marco regulatorio eficaz, que proporcione la suficiente flexibilidad a

---

<sup>2</sup> Es así como se encuentra que “La divulgación integral de cualquier información importante para las decisiones de los inversionistas es la forma más importante de garantizar la protección de los inversionistas. De ese modo, los inversionistas tienen una mejor capacidad para evaluar los riesgos y frutos potenciales de sus inversiones y para proteger así sus propios intereses.” (IOSCO Metodología Para la evaluación de la implementación de los Objetivos y Principios de regulación de los mercados de valores de IOSCO).

<sup>3</sup> OCDE (2016), Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20, Éditions OCDE, Paris. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259171-es>

los mercados para que funcionen de forma eficiente y respondan a las nuevas expectativas de los accionistas y otros actores interesados.”<sup>4</sup>

En este contexto, la propuesta busca generar un marco regulatorio eficiente, que responda a las necesidades e intereses de los emisores, y sus obligaciones de brindar información de calidad a los inversionistas para su toma de decisiones.

### 1.1. Clasificación de la información

Con el contexto establecido anteriormente, la URF (en adelante “URF” o la “Unidad”) considera que el punto de partida para la revisión del marco de revelación de información es la clasificación de los tipos de información que componen el mercado de valores, a fin de determinar los puntos en los que existen oportunidades de intervención para lograr mayor eficiencia y desarrollo del mercado de valores colombiano.

En esta medida, la información que compone el mercado de valores puede clasificarse de la siguiente manera:

Información de registro: entendida como aquella que deben radicar los emisores ante el registro correspondiente como requisito precedente a poder efectuar una oferta de valores.

Información periódica: entendida como aquella información que de manera periódica deben revelar los emisores en relación con los resultados de sus operaciones. Se caracteriza por tener un alto componente analítico en relación con la información cuantitativa y cualitativa del periodo reportado.

Información “corriente”: entendida como aquella que sucede de manera “corriente” durante el transcurso de un ejercicio y cuya materialidad es de tal grado que el regulador considera que debería revelarse de manera inmediata al acaecimiento del hecho relevante.

Sin perjuicio de la anterior clasificación, de manera general el marco de revelación de información aplicable a los emisores debe promover la transparencia en el mercado y responder a diferentes niveles, tanto regulatorios como voluntarios. Tal como lo señala el IIMV “*Aun admitiendo que los mercados no son completamente eficientes, para que funcionen adecuadamente es imprescindible la existencia de un nivel adecuado de transparencia, de modo que la información sobre los valores negociados esté disponible para los inversores lo más rápidamente posible, en forma clara y precisa. Por ello, los emisores de valores están sometidos a obligaciones de divulgación de información relevante que debe ser hecha pública en el momento en que se produce, así como de información financiera periódica, trimestral y semestral. Sin embargo, esta información no es suficiente y cada vez más la divulgación voluntaria de información es considerada como un indicador de la transparencia de una empresa, con un indudable valor tanto para los analistas como para desarrollar una adecuada estrategia empresarial.*”<sup>5</sup>

---

<sup>4</sup> Ibidem, página 11.

<sup>5</sup> IIMV Estudio sobre la transparencia de los emisores en Iberoamérica.

## 1.2. Principios

Retornando a los principios de IOSCO desarrollados para el mercado de valores, se encuentra uno especial para la revelación de información por parte de los emisores del mercado, este es el número 16, el cual establece que:

*“Los emisores deben revelar de forma constante, a los inversionistas, la información actual y fiable necesaria para tomar decisiones de inversión fundadas. El principio de divulgación; completa, oportuna, y precisa de información actual, así como fiable relevantes para las decisiones de inversión; está directamente relacionado con los Objetivos de protección de los inversionistas y de los mercados justos, eficientes y transparentes.*

*Este Principio exige considerar la idoneidad, precisión y oportunidad de las informaciones financieras y no financieras, así como la revelación de los riesgos que sean importantes para las decisiones de los inversionistas. Estas informaciones reveladas pueden referirse a operaciones especificadas, informes periódicos y divulgación, y la presentación de informes, de forma constante, sobre cambios importantes.*

*Los requisitos de divulgación expuestos en este Principio pueden ir más allá de la propia del emisor para incluir a otros, como los administradores y altos directivos de la empresa, entidades suscriptoras participantes, accionistas significativos y otras partes que desempeñen una función importante en la emisión de los valores.”<sup>6</sup>*

Como se observa la información a relevar por parte de los emisores incluye diferente periodicidad (informes periódicos, no periódicos), naturaleza (cualitativos y cuantitativos) y temáticas (financieros, riesgos, operaciones, administrativos, gobierno corporativo, entre otros).

La información que se debe revelar corresponde a: (a) hechos que sean importantes para el valor o el precio de los valores, (b) los riesgos más significativos de invertir en el valor y (c) información pertinente sobre el emisor y sus actividades.

Un último punto que se debe considerar, en cuanto a la divulgación de información, lo aborda IOSCO en el principio 17, el cual señala que “los tenedores de valores de una sociedad deben ser tratados de una manera imparcial y equitativa”.

De acuerdo con lo anterior, se observa el papel fundamental de contar con un estándar de revelación de información adecuado a las condiciones propias del mercado, lo anterior, para lograr el desarrollo del mercado de capitales ya que mediante este mecanismo se promueve la transparencia en el mercado, la protección de los inversionistas, la entrada de nuevos emisores al contar con seguridad jurídica sobre lo que deben informar y en términos generales, el desarrollo eficiente de los mercados, al evitarse manipulaciones y tratos inequitativos entre inversionistas.

---

<sup>6</sup> IOSCO Metodología Para la evaluación de la implementación de los Objetivos y Principios de regulación de los mercados de valores de IOSCO.

### 1.3. Estándares internacionales

#### 1.3.1. Componentes de la revelación de información

Las normas de divulgación de información para los emisores ya inscritos en el registro correspondiente tienen dos componentes que, aunque diferentes, resultan complementarios. Uno relacionado con la información que periódicamente reporta el emisor para exponer la situación de su negocio. Otro relacionado con la información que sucede en el giro de las actividades del emisor y cuya importancia tal que debe comunicarse de manera inmediata al mercado, aunque con posterioridad pueda analizarse con mayor profundidad como parte de un reporte periódico.

En ese sentido, mientras que la información periódica tiene como característica esencial la calidad del análisis que transmite el emisor en relación con el funcionamiento y desempeño que ha tenido el negocio del emisor en un periodo en particular, la información corriente encuentra en su esencia la oportunidad con que se revela el hecho relevante. Más aún, ambos tipos de información resultan complementarios, pues la información periódica en muchos casos puede tener como insumo los hechos reportados como información corriente, complementados con análisis por parte del emisor acerca de los impactos positivos o negativos que éstos tuvieron en las operaciones o la situación financiera del emisor.

#### 1.3.2. Información periódica

De acuerdo con el marco general desarrollado por IOSCO (2010)<sup>7</sup> para la revelación periódica, la información periódica es fundamental para el correcto dinamismo de los mercados secundarios de negociación de valores. En efecto, para que exista un mercado secundario, los inversionistas deben contar con información analítica y actualizada sobre las operaciones del emisor, de manera similar a la que cuentan con ocasión a una oferta pública en el mercado primario.

En esta medida, IOSCO establece entre estos principios que un mercado de valores debe estar provisto de información periódica e interina, en la que se incluyan no solamente cifras financieras del emisor, sino que éstas estén acompañadas de una dimensión analítica que abarque criterios tanto cuantitativos como cualitativos de las operaciones del emisor.

#### 1.3.3. Información relevante

Diferentes jurisdicciones han desarrollado acercamientos a la definición de hechos relevantes, su forma de revelación, los eventos que generan que el emisor tenga que divulgar información, entre otras.

El Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores – IIMV adelantó un estudio sobre la transparencia del mercado de valores en Iberoamérica y sobre la definición de hecho relevante mencionan que:

*“Ahora bien, respecto a lo que se puede considerar como hecho relevante es preciso señalar que este tema ha sido abarcado de diferentes formas por las legislaciones estudiadas. Así, mientras en algunos países se ha dado una definición taxativa de hecho relevante, como es el caso de Brasil, Argentina y Ecuador, en otros países se ha optado por parámetros generales*

---

<sup>7</sup> IOSCO. (2010). Principles for Periodic Disclosure By Listed Entities.

*que no intentan definir el concepto pero que pretenden dar una idea del alcance de la obligación, como es el caso de Chile.*

*Igualmente, con el fin de dar claridad, algunos países han establecido en sus normas la relación de ciertos hechos que deben ser considerados como relevantes. En la mayoría de los países, la mencionada lista es de carácter enunciativo y se expone a manera de ejemplo, como es el caso de Argentina, Brasil, Bolivia, Costa Rica, España, y Panamá...”*

De otra parte, en una publicación que efectuó IOSCO (2002)<sup>8</sup> en relación con los principios que debe regir un sistema de información relevante se reconoce dos grandes aproximaciones a la forma como las distintas legislaciones han abordado la revelación de información “corriente”. Por una parte, IOSCO menciona la aproximación que denomina prescriptiva, seguida por legislaciones como Estados Unidos y Japón, en las que se tiene como punto de partida que los emisores únicamente están obligados a revelar ciertos hechos identificados por el regulador. Por otra, menciona la aproximación que denomina “de obligación general”, replicada principalmente en jurisdicciones de derecho continental, en la que se establece como regla general que toda información que sea de carácter material debe ser revelada de manera oportuna por los emisores.

Como se observa, no existe un único modelo sobre la definición de hechos relevantes y las jurisdicciones han adelantado regulaciones definiendo listas taxativas y otras listas enunciativas de los eventos a divulgar. Sin perjuicio de lo anterior, estas listas tienen temas y características comunes asociadas con la cotización de los valores, la protección de los inversionistas y el conocimiento de los riesgos al momento de su toma de decisiones, entre otras:

*“Legislaciones como la de Argentina y Perú exigen de los hechos relevantes una afectación sustancial e importante de la cotización de los valores, lo que lleva implícito que el concepto de relevancia va unido a la materialidad y a la capacidad de afectación que tenga la información.*

*Otro criterio que se ha considerado en diferentes legislaciones es el efecto que la información tenga sobre la colocación de los valores, situación íntimamente ligada al curso de negociación y precio de los mismos.*

*Una de las características más importantes para que un hecho sea considerado relevante es la posibilidad que tenga de afectar a la decisión de los inversionistas para comprar, vender, mantener y, en general, para alterar cualquier decisión de inversión. Éste es el caso de países como Ecuador, Panamá, Uruguay y Brasil.*

(...)

*La implicación que el hecho relevante tenga en el emisor ha sido considerado en la definición por la mayoría de las legislaciones, sin embargo, la regulación boliviana y ecuatoriana contemplan la posibilidad de que esta afectación se extienda a las sociedades vinculadas al emisor.*

---

<sup>8</sup> IOSCO. (2002). A Statement of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions.

*Finalmente, dentro de la definición de hecho relevante legislaciones como la del Perú califican la importancia de estos hechos en términos de la influencia que pueden ejercer en inversionistas para modificar sus decisiones de inversión.”<sup>9</sup>*

Un caso particular de análisis sobre divulgación de información por parte de los emisores de valores, son las normas expedidas por la *Securities and Exchange Commission* (SEC) para los Estados Unidos de América. Esta entidad ha desarrollado un paquete de normas buscando una regulación fuerte de protección a los inversionistas, promoción del mercado y su estabilidad y además de seguridad jurídica para las empresas emisoras.

## 1.4. Situación actual

### 1.4.1. Información periódica

Actualmente el 5.2.4.1.2 y 5.2.4.1.3 del Decreto 2555 de 2010 establecen el marco normativo de revelación de información periódica que deben seguir los emisores, acotándolo principalmente a la transmisión de información financiera al Registro Nacional de Valores y Emisores.

A la luz de la revisión internacional, particularmente el contenido analítico tanto cuantitativo como cualitativo que está llamado a proveer la información periódica, la URF considera necesario efectuar una revisión del contenido que periódicamente deben revelar los emisores en relación con el resultado de sus operaciones, a fin de permitirle a los inversionistas del mercado de valores contar con información idónea para entender la evolución y el desempeño del negocio de los emisores.

### 1.4.2. Información relevante

Como se ha mencionado en la sección previa del documento técnico, la información relevante que deben divulgar los emisores de valores a través de los medios establecidos en las normas busca que los inversionistas al considerarla puedan generar criterios a ser utilizados en su toma de decisiones de inversión y/o desinversión.

En este sentido, en el artículo 5.2.4.1.5 del Decreto 2555 de 2010 se señala que *“Todo emisor de valores deberá divulgar, en forma veraz, clara, suficiente y oportuna al mercado, a través de la Superintendencia Financiera de Colombia, en la forma establecida en este Libro, toda situación relacionada con él o su emisión que habría sido tenida en cuenta por un experto prudente y diligente al comprar, vender o conservar los valores del emisor o al momento de ejercer los derechos políticos inherentes a tales valores”*.<sup>10</sup>

Adicional a esta definición, se establece una serie de hechos detallados y que se encuentran relacionados con diferentes temáticas tales como: situaciones financiera y contable, jurídica, comercial y laboral, crisis empresarial, emisiones de valores, y procesos de titularizaciones. La definición de esta lista puede generar una serie de riesgos y cargas tanto para el inversionista como para el emisor y en

---

<sup>9</sup> IIMV Estudio sobre la transparencia de los emisores en Iberoamérica.

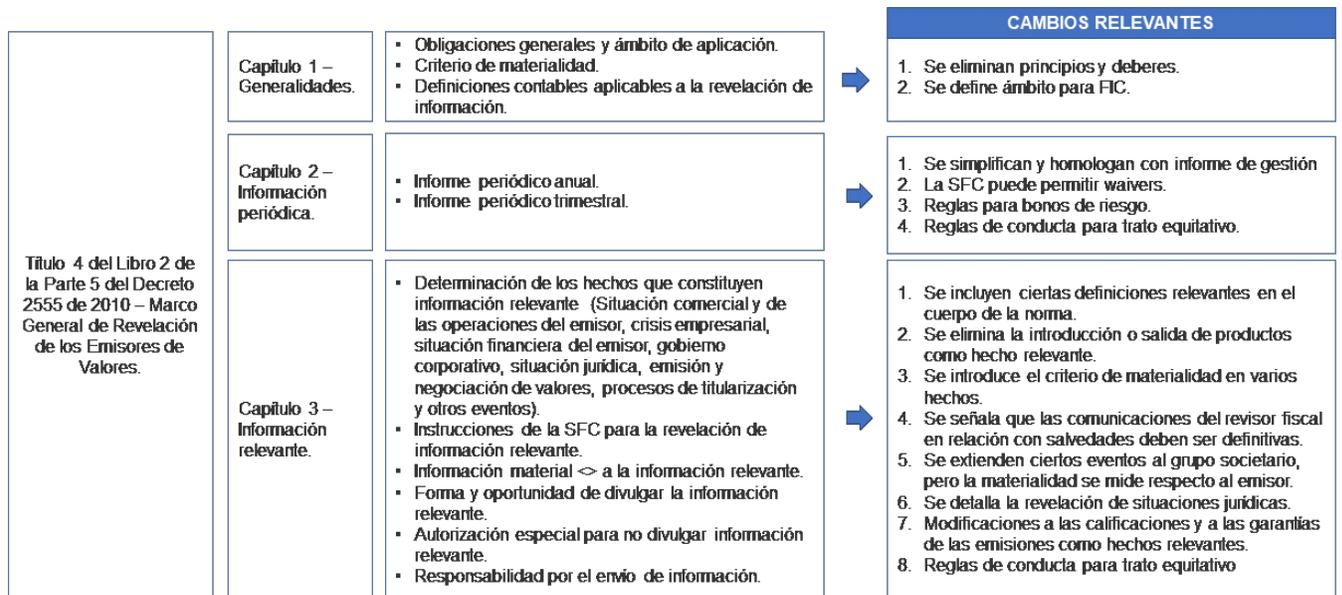
<sup>10</sup> Decreto 2555 de 2010.

esta medida se justifica su análisis, modificaciones y definiciones de principios sobre estos hechos relevantes.

## 2. PROPUESTA NORMATIVA

La propuesta normativa parte de una revisión integral al Título 4 del Libro 2 de la Parte 5 del Decreto 2555 de 2010, con el fin de desarrollar un marco general para la revelación de información por parte de los emisores de valores.

De manera esquemática, la propuesta tendrá una estructura general, que contendrá los siguientes componentes:



A continuación se presentarán los principales aspectos de la propuesta, que como se ha mencionado buscan el fortalecimiento del funcionamiento del mercado de valores en lo relativo a la revelación de información.

### 2.1. Generalidades de la revelación de información.

El primer aspecto que desarrolla la propuesta normativa es el de las obligaciones generales que deben seguir los emisores, tanto en la revelación de información periódica como en la revelación de información relevante.

En ese sentido, el capítulo revisa los sujetos que se encuentran obligados a cumplir con los estándares de revelación de información periódica y relevante, tomando como punto de partida que el bien jurídico objeto de protección por la regulación es el correcto funcionamiento del mercado público de valores, motivo por el cual las conductas de revelación previstas en la propuesta normativa únicamente deben ser exigibles a los emisores que cuenten con valores inscritos en el Mercado Principal y los fondos de inversión colectiva cuyos valores se encuentren inscritos en una bolsa de valores.

Asimismo, bajo la premisa de que el emisor es el llamado a conocer el funcionamiento de sus operaciones y su situación financiera, el proyecto de decreto establece un criterio de materialidad para los hechos a ser revelados, de manera que las circunstancias solo deben revelarse cuando aquellas que serían tenidas en cuenta por un inversionista prudente y diligente al momento de comprar, vender o conservar los valores del emisor o al momento de ejercer los derechos políticos inherentes a tales valores.

Finalmente, la propuesta establece el marco normativo que deberán tener en cuenta los emisores al momento de interpretar ciertas definiciones que aplican tanto a la revelación de información periódica como a la revelación de información relevante.

## 2.2. Información periódica

El segundo aspecto es en la revisión de la información periódica. Sobre este punto, al comparar el marco normativo actual con los estándares internacionales se encontró que reducir los estándares de revelación periódica a la transmisión de estados financieros interinos dejaba por fuera aspectos que no necesariamente se explican en los estados financieros y que resultan relevantes para dotar al mercado de información que permita una verdadera formación de precios en el mercado secundario. En este sentido, la propuesta normativa busca desarrollar un marco de relevación periódica para los emisores en general, de manera que con una periodicidad trimestral y de fin de ejercicio, éstos deban elaborar reportes dotados de un contenido analítico robusto, el cual le permita a los inversionistas y el mercado en general contar con información actualizada del negocio y la situación financiera de los emisores de valores. Así, la propuesta busca adecuar la información periódica para que incluya un componente analítico robusto, encaminado a fortalecer la información que tienen a disposición los inversionistas con posterioridad a la oferta pública que efectúe el emisor en el mercado primario, y así procurar fortalecer el dinamismo del mercado secundario de negociación de valores.

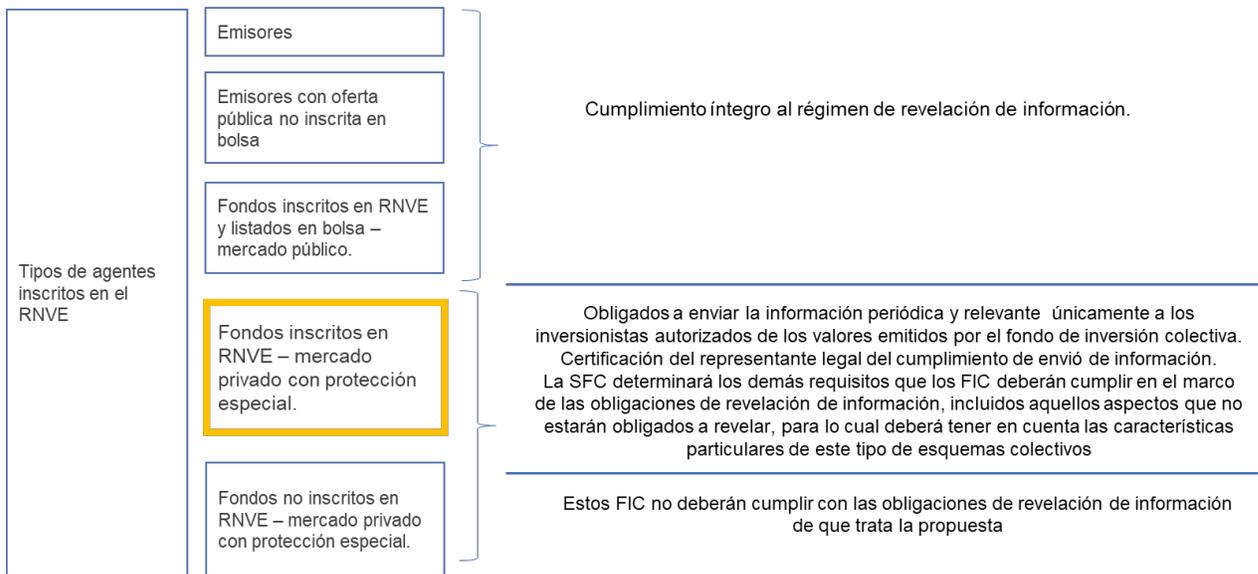
En todo caso, se prevé la posibilidad de homologar ciertos informes con otros que ya existen, de manera que se eviten duplicidades en los reportes de información, sin que en ningún momento se vulnere la jerarquía normativa.

## 2.3. Información relevante

A lo largo de la presente sección se hará una descripción de los principales elementos incluidos en la propuesta, incluye la gradualidad de la norma y aspectos puntuales que deben ser revelados por los emisores.

### 2.3.1. Información relevante por tipo de agente en el Registro Nacional de Valores y Emisores

La propuesta establece una gradualidad en cuanto a la información a revelar en el mercado, la forma en la cual se debe presentar a los inversionistas y algunos puntos particular sujetos a instrucciones por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia, lo anterior de acuerdo al tipo de emisor que se encuentre inscrito en el Registro Nacional de Valores y Emisores. En el siguiente diagrama se presenta esta segmentación y algunos puntos centrales de dicha gradualidad.



Como se observa en el anterior diagrama, los emisores de valores y los fondos inscritos en el RNVE y listados en una bolsa de valores cumplirán de manera completa la propuesta que se presentara en las siguientes secciones. Los fondos que se encuentren inscritos en el registro pero que sus participaciones no estén listadas en bolsa, presentarán la información que se menciona en la propuesta de manera privada a sus inversionistas, sin perjuicio de lo anterior, la Superintendencia Financiera de Colombia podrá mediante instrucciones de carácter general, modular algunas de las obligaciones establecidas. Por último, los fondos que no estén registrados en el RNVE, no tendrán que cumplir las obligaciones establecidas en la propuesta y se regirán por lo establecido en sus reglamentos y acuerdos sobre la materia.

La gradualidad establecida en la norma tiene una serie de beneficios asociados con: a) fortalecimiento de los estándares de revelación de información en el RNVE y eleva protección de inversionistas; b) Permite modular obligaciones de revelación de información en función del mercado en el que se transan los valores; c) Consistencia con la manera como hoy los emisores del segundo mercado revelan información.

### 2.3.2. Eventos que componen la información relevante

El tercer aspecto está en la revisión de la información relevante. Al respecto, la propuesta presenta la elaboración de un listado taxativo de eventos que brinden seguridad jurídica a los emisores en cuanto a los hechos relevantes que, por su importancia, deben revelarse al mercado. En este proceso se presenta una lista más reducida de hechos relevantes y se establece que los actos relativos a las negociaciones únicamente deben revelarse cuando se trata de hechos definitivos, eliminando así la necesidad de incluir disposiciones relativas a las negociaciones en curso. Asimismo, con el propósito de buscar que exista homogeneidad en el contenido mínimo a ser revelado por los distintos emisores,

cada hecho viene acompañado de los aspectos que deben ser revelados con ocasión de la existencia de alguna de las circunstancias descritas en la norma.

### 2.3.3. Información material que no constituye información relevante

Por tratarse de un listado taxativo, los emisores únicamente estarán obligados a relevar los hechos que han sido calificados de esta manera en la norma.

No obstante, dado que puede existir información material que no ha sido calificada como información relevante, y que si fuese divulgada a un tercero podría generar un desequilibrio en el acceso de información, el decreto prevé que todo emisor deberá revelar como información relevante aquella información material que haya sido revelada a una persona o grupo de personas en las cuales no recaiga un deber legal o contractual de confidencialidad con el emisor.

### 2.3.4. Responsabilidad por el envío de la información

Finalmente, la propuesta normativa prevé que la responsabilidad por el envío de la información de que trata el marco de revelación de información corresponde tanto al emisor como al representante legal de la entidad emisora. Así, se busca ampliar la responsabilidad por el envío de información, bajo la premisa que corresponde al emisor contar con los mecanismos de control adecuados para poder cumplir con sus obligaciones para la revelación de información.

## 3. SÍNTESIS DE LOS PRINCIPALES COMENTARIOS RECIBIDOS DEL PÚBLICO

La propuesta normativa se publicó en la página Web del Ministerio de Hacienda y Crédito Público y de la Unidad de regulación Financiera entre el 10 de agosto y el 27 del mismo mes, periodo en el cual se recibieron comentarios de 17 interesados. Los comentarios recibidos más relevantes se resumen en los siguientes temas:

- **Número de eventos**

Sobre este tema se recibieron comentarios que consideraban que la propuesta estaba incrementando los eventos y la información que deben revelar los emisores, con lo cual se estarían generando cargas adicionales y se desestimularía la entrada de nuevos emisores. Sobre este tema, la URF se permite señalar que la norma vigente incluye el deber de revelar información de 55 eventos, mientras que la norma propuesta se acota a 39 eventos, con el fin de concentrarse en los eventos que realmente tengan relevancia para los inversionistas. Sin perjuicio de lo anterior y con el fin de mejorar la calidad de la información, estos eventos incluyen un nivel de detalle mayor y una homogeneidad en su presentación.

- **Ámbito de aplicación de la norma**

Se recibieron comentarios relacionados con vehículos de inversión colectiva tales como los FIC y los FCP, mencionando que deberían ser excluidos de las obligaciones estipuladas en el proyecto de decreto o, en últimas, exigir el cumplimiento de estas obligaciones solo a aquellos listados en una bolsa de valores. Sobre el particular, la URF considera necesario precisar en el proyecto de decreto,



que las obligaciones de revelación allí contenidas, deben ser cumplidas únicamente por parte de aquellos vehículos cuyos valores hayan sido emitidos o inscritos en una bolsa de valores.

- **Informe de fin de ejercicio e informe de gestión**

Con relación al informe periódico anual y posibles duplicidades con el informe de gestión que deben presentar las entidades, la URF con el ánimo de no generar ineficiencias en la preparación de la información, ha incluido una disposición en el proyecto de norma en el que se permite homologar la obligación del informe periódico de fin de ejercicio con el informe de gestión, siempre que este último incorpore el contenido mínimo exigido por el decreto para los informes de fin de ejercicio.

Asimismo, con ocasión a algunos comentarios recibidos se buscó simplificar el contenido del informe de manera que su preparación no se torne en una carga desproporcionada para los emisores de valores.

- **Principios y lista de eventos**

Se recibieron algunos comentarios, relacionados con la coexistencia de los cuatro principios y la lista taxativa de información a revelar, mencionando que lo anterior puede generar potenciales ambigüedades y contradicciones. En este sentido y con el fin de dar claridad a la norma, se incluye de manera expresa el criterio de materialidad y se eliminan de la norma los artículos relativos a los principios y deberes asociados con la revelación de información.

Asimismo, se recibieron comentarios relativos a la eliminación de ciertos hechos que no agregan valor como información relevante, así como la adición de otros que sí lo son. En esta línea, la URF eliminó como hecho relevante la introducción de nuevos productos al mercado o su retiro del mercado. Asimismo, la URF agregó como eventos las variaciones que se presenten en las calificaciones o garantías de una emisión.

- **Periodo de transición**

De acuerdo con diferentes comentarios en los cuales se mencionaba la necesidad de contar con un régimen de transición para la expedición de las instrucciones por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia y para la posterior implementación por parte de los sujetos de la norma, la URF ha establecido dicho régimen.

- **Definiciones**

Se recibieron comentarios, en los cuales se menciona que, en la normatividad contable, de información financiera o en la regulación financiera ya hay algunos términos que se han definido, tales como partes relacionadas o partes vinculadas, y en esa medida se puede hacer una referenciación de las mismas y no generar una nueva definición, que pueda generar arbitrajes o diferentes interpretaciones.



La URF entiende el comentario y en esa medida referencia varios de los términos de la propuesta a la normatividad existente. En lo demás casos en que se requiere una definición que no está prevista en el marco contable, o que a pesar de estarlo requiere de un alcance especial, se incluye la definición como parte del cuerpo de la norma.

- **Información prospectiva**

Se recibió un comentario encaminado a que se contemplará incluir en el proyecto una aclaración en la cual se señale que la información sobre tendencias o incertidumbres que sean incluidas como parte del capítulo de comentario y análisis de la administradora dentro del informe anual no sea vinculante para los inversionistas o el mercado en materia de decisiones de inversión.

Sobre el particular esta Unidad considera que la norma no está limitando al emisor a establecer una explicación de los supuestos y las advertencias necesarias para el descargue de responsabilidad asociado a las proyecciones, ante cualquier variación respecto de los supuestos. No obstante, en el ejercicio de las tendencias los administradores deben actuar de manera diligente y responsable al momento de preparar los modelos y determinar los supuestos, de manera que éstos cumplan el objetivo de comunicarle al emisor la visión que tiene la administración respecto del negocio del emisor.

- **Precios en procesos de readquisición**

Sobre los procesos de readquisición de valores participativos, se recibió un comentario en el que considerar necesario ampliar los conceptos de fecha y precio de la propuesta, en el sentido de que pueda informarse un rango de fechas o un plazo máximo de ejecución, y la manera en qué será determinado el precio, más allá de un precio específico. Lo anterior con el fin de que la redacción de supuesto permita adaptarse a las diferentes modalidades en que puede efectuarse una operación de readquisición.

La URF comprende la solicitud y realizó ajustes encaminados a clarificar el tema, sin perjuicio que de acuerdo con nuestras normas vigentes el precio puede ser determinado o determinable, sin necesidad de que así se señale expresamente en el decreto.

- **Información trimestral**

Acerca de la información trimestral, se realizó una revisión y ajustes de la información a revelar en el periodo, con el fin de no generar duplicidades y cargas **desproporcionadas** para los emisores.

- **Ajuste de términos**

A lo largo del proyecto de norma se realizaron ajustes en palabras y términos, con el fin de adecuar el proyecto a la terminología propia del mercado y del sector.

- **Principio de finalidad**

Se recibió como comentario de la industria la revisión del principio de finalidad en las operaciones sobre valores. Sobre el particular, a continuación, se hace un breve análisis de la situación actual y de la propuesta:

Actualmente, el principio de finalidad en las operaciones sobre valores se encuentra definido en el artículo 10 de la Ley 964 de 2005, el cual establece que:

*“Artículo 10. Las órdenes de transferencia de fondos o valores derivadas de operaciones sobre valores, así como cualquier acto que, en los términos de los reglamentos de un sistema de compensación y liquidación de operaciones deba realizarse para su cumplimiento, serán firmes, irrevocables, exigibles y oponibles frente a terceros a partir del momento en que tales órdenes hayan sido aceptadas por el sistema de compensación y liquidación.*

(...)”

En adición a lo anterior, es preciso mencionar que el principio de finalidad tiene como objetivo establecer una excepción al régimen general de insolvencia y de intervención administrativa o judicial a los participantes en el mercado de valores, con el fin de proteger al mercado y salvaguardarlo de las crisis.

De esta manera se le otorga al sistema de compensación y liquidación la certeza del momento a partir del cual las órdenes de transferencia que acepta se encuentran protegidas de revocatorias, reversiones o invalidaciones.

En síntesis, el objetivo del principio de finalidad es permitir que el cumplimiento de las operaciones que han sido aceptadas en sistemas de compensación y liquidación o sistemas de pagos se realice, sin que las operaciones sean interrumpidas, incluso cuando alguna de las contrapartes se encuentra en proceso de insolvencia o incumple la operación. A partir del momento de la aceptación, las órdenes de transferencia se consideran incondicionales, irrevocables y legalmente vinculantes, sin que medie consideración sobre si el sistema de compensación y liquidación es bruto o neto.

Ahora bien, el artículo 2.12.1.1.6 del Decreto 2555 de 2010 reglamentó el principio de finalidad y estableció cuando se entienden aceptadas las órdenes de transferencia de dinero o valores que ingresen a un sistema de compensación y liquidación de operaciones sobre valores, y sus respectivas consecuencias. Pero para el cumplimiento de los requisitos y controles de riesgo, se vinculó la aceptación de las órdenes de transferencia a los esquemas de liquidación de cada sistema, según la liquidación sean bruta o neta.



La diferencia de reglas dependiendo del tipo de liquidación (bruta o neta) que tenga el sistema de compensación y liquidación, ha generado diferencias sobre el momento a partir del cual el principio de finalidad debe considerarse aplicable en los términos de la Ley 964.

Por lo anterior, con el fin de contar con reglas homogéneas para los diferentes sistemas de compensación y liquidación, se propone modificar al artículo 2.12.1.1.6 del Decreto 2555 de 2010, en el sentido de determinar que las órdenes de transferencia de dinero o valores que ingresen a un sistema de compensación y liquidación de operaciones de valores se entenderán aceptadas y, en consecuencia, serán firmes, exigibles, irrevocables y oponibles a terceros cuando hayan sido ingresadas al sistema y confirmadas por los participantes.

De esta manera se establece a partir de qué momento se entiende aceptada una orden de transferencia, y por lo tanto a partir de cuándo se aplica el principio de finalidad con independencia de la modalidad de liquidación, todo en los términos del artículo 10 de la Ley 964 de 2005.

Elaborado por: Ana María Prieto <sup>1</sup> – Mariana Aya <sup>2</sup> – Alexander Guerrero <sup>2</sup> – Aníbal Yamhure <sup>2</sup>	Aprobado por: Pedro Felipe Lega.
Cargo: 1: Subdirectora de Desarrollo de Mercados– 2: Asesores.	Cargo: Director.
Firmas:    	Firma 



## BIBLIOGRAFÍA

1. Decreto 2555 de 2010
2. IIMV Estudio sobre la transparencia de los emisores en iberoamérica
3. IOSCO. Metodología Para la evaluación de la implementación de los Objetivos y Principios de regulación de los mercados de valores de IOSCO
4. IOSCO. (2002). A Statement of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions.
5. IOSCO. (2010). Principles for Periodic Disclosure By Listed Entities.
6. IOSCO. Thematic Review of the Implementation on the Timeliness and Frequency of Disclosure to Investors according to Principles 16 and 26 of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation.
7. IOSCO. Principles for periodic disclosure by listed entities.
8. Securities and Exchange Commission (SEC).
9. Banco Mundial - Fedesarrollo. Salamanca, Ramirez y Agudelo (2019). Estudio Comparativo de Costos de Financiación Mercado de Capitales y Canal intermediado en Colombia