

DOCUMENTO TÉCNICO

Información periódica y relevante

Mariana Aya, Anibal Yamhure, Alexander Guerrero^a

Ana María Prieto^b

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 paquetes de 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 revisa la información periódica y la relevante, con el fin de acercarla a jurisdicciones con mercados de capitales desarrollados, establecer principios sobre la revelación de información y en términos generales promover una información de calidad en el 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 [●] de agosto de 2020.

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 la relación que existe entre un mercado de capitales eficiente, profundo y desarrollado está correlacionado positivamente con el crecimiento económico, la inversión, el desarrollo y fortalecimiento de la economía, y 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.”*¹

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

¹ 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 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 adecuado, 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 deben estar encaminadas en 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 inversionistas². 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.

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

² 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).

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 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, el marco general de revelación de información 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.”*³

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

³ IIMV Estudio sobre la transparencia de los emisores en Iberoamérica.

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.”⁴

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

La información que se debe revelar debe corresponder 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; (c) Importante 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, para el desarrollo del mercado de capitales, de contar con un estándar de revelación de información adecuado a las condiciones propias del mercado, ya que 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 al mercado y en términos generales, el desarrollo eficiente de los mercados, al evitarse manipulaciones y tratos inequitativos entre inversionistas.

1.3. Estándares internacionales

1.3.1. Información periódica

Las normas de divulgación de información tienen dos componentes, uno relacionado con la información periódica a reportar, la cual tiene se publica trimestral o anualmente dependiendo del tipo de información y una información corriente, similar a la relevante de la jurisdicción colombiana, la cual puede contener hechos previstos e imprevistos.

De acuerdo con el marco general desarrollado por IOSCO (2010)⁵ 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.

⁴ IOSCO Metodología Para la evaluación de la implementación de los Objetivos y Principios de regulación de los mercados de valores de IOSCO.

⁵ IOSCO. (2010). Principles for Periodic Disclosure By Listed Entities.

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.

1.3.2. 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 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)⁶ 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:

⁶ IOSCO. (2002). A Statement of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions.

“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.

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.”⁷

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.

⁷ IIMV Estudio sobre la transparencia de los emisores en Iberoamérica.

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 tomada 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”*.⁸

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

2. Propuesta normativa

La propuesta normativa cuenta con tres componentes, el primero relacionado con la introducción de unos principios asociados con las calidades que debe tener la información a ser denominada como relevante y periódica por parte de los emisores, tales como razonabilidad, proporcionalidad y simetría, entre otros.

El segundo componente se relaciona con la elaboración de un listado taxativo de eventos. Para la Unidad, más que la cantidad de información que se tenga importa es la calidad de ésta. En otras palabras, su materialidad para la toma de decisiones de los inversionistas. Contar con este listado de eventos definidos permite darles seguridad jurídica a los emisores, protección a los inversionistas, estabilidad a los mercados y en definitiva reglas claras a todos los participantes del mercado.

El tercer punto, se relaciona con ajustes a las normas relacionadas con información periódica, trimestral y anual, buscando adecuarla 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.

⁸ Decreto 2555 de 2010.

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)