



Jaime Robledo Vásquez
Socio

Gómez-Pinzón Zuleta Abogados

Columna La República, Agosto 23 de 2010

La Relevancia de la Información Relevante

Si realmente se quiere tener un mercado de capitales que sea apetecible para los emisores e inversionistas, será necesario aplicar de manera adecuada las medidas de transparencia e información que existen hoy en el mercado para que cumplan una efectiva función de revelación y no sean meros trámites que vuelven más costoso (no sólo en dinero sino en términos de costos transaccionales) ser emisor de valores.

Uno de los elementos esenciales de los mercados de valores es la información. La Ley del Mercado Público de Valores – Ley 964 de 2005 – establece como uno de los objetivos de dicha ley preservar la transparencia e integridad del mercado de valores y la confianza del público en el mismo. Así mismo, dicha Ley requiere que el mercado esté provisto de información oportuna, completa y exacta.

En desarrollo de esas premisas, los emisores de valores tienen la obligación de registrarse en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) mediante la presentación de un prospecto de información que contiene una detallada descripción del emisor y de sus perspectivas de negocio y de mantener el Sistema de Información del Mercado de Valores (SIMEV) actualizado. Esta actualización se logra mediante la presentación de información de fin de ejercicio y de periodos intermedios. El SIMEV también se actualiza, mediante el suministro, en forma veraz, clara, suficiente y oportuna al mercado, de información relevante, la cual analizaremos adelante.

Estas herramientas en teoría permiten que un inversionista, y el mercado en general, tenga información “en tiempo real” acerca de los desarrollos financieros, operacionales, administrativos, legales, entre otros, que afectan a un emisor de valores.

Sin embargo, la realidad en Colombia es que aún con los esfuerzos y regulaciones existentes, la cantidad de información que existe hoy en día en nuestro mercado sigue siendo insuficiente –no siempre en cantidad sino a veces en calidad – y eso lleva a que se presenten arbitrajes de información entre personas que tienen más información que otras. Esto a su vez desequilibra la balanza a favor de aquellos actores del mercado que tienen acceso a fuentes de información “privada” y desincentiva a inversionistas no sofisticados a participar en el mercado por sentir que existe falta de transparencia en el mismo.

Para evitar lo anterior, además de una estricta aplicación de las normas acerca de información privilegiada, se podría pensar en solicitar que junto con las actualizaciones de información de fin de ejercicio presentadas por parte de los emisores de valores, se radique una actualización del prospecto de información. Esto no es anormal en los mercados desarrollados. En un mercado como el estadounidense, el mercado de capitales más desarrollado del mundo, los emisores deben presentar anualmente un informe – el 20-F en el caso de emisores extranjeros y el 10-K en el caso de emisores locales – en el que actualizan completamente la información que originalmente radicaron. Esta actualización además contiene los comentarios y el análisis de la administración de la sociedad emisora sobre sus resultados de operación y su situación financiera. Es decir, se mantiene al inversionista informado de manera integral de los aspectos financieros, operacionales, administrativos y legales de los emisores y, más importante, el inversionista recibe de parte de la administración del emisor, quien conoce de manera íntima esos aspectos, las perspectivas de negocio y la evaluación de las perspectivas de la sociedad.

Habrán quienes argumenten que la información relevante, que se revela en la medida en que suceden los hechos relevantes, cumple la función de dar esa información. Sin embargo, la información relevante es desagregada y no cohesiona todos los elementos del negocio del emisor y no contiene el insumo esencial que es la perspectiva de negocios de la administración del emisor.

Un nivel de revelación como el que se plantea revertiría a favor de todos los actores del mercado. Se daría una valoración más adecuada de los valores, se desarrollaría más profundamente un mercado secundario de los valores volviendo más líquido el mercado, promovería la confianza de inversionistas y eliminaría parcialmente varias asimetrías de información que hoy prevalecen.

Una segunda medida o aproximación que mejoraría la calidad de la información que se revela al mercado tiene que ver con la

aproximación que deberían tomar los emisores y las autoridades al concepto de información relevante. Aunque la formulación general del concepto en Colombia está bien concebida, su aplicación práctica tiene algunas inconsistencias con la finalidad que busca.

Se considera información relevante cualquier situación 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. Este concepto de la regulación colombiana¹, que es similar a los conceptos de otras jurisdicciones y que con buen criterio permitiría incluir dentro del mismo una amplísima gama de situaciones, se ve limitado cuando a renglón seguido se incluye una letanía de eventos de índole financiero, contable, jurídico, comercial y laboral, entre otros, que deben ser informados. Esto ha llevado a que se produzca un doble efecto que pasamos a explicar.

Por un lado, aunque el propósito de la norma parecería no ser taxativo, aquellos emisores que no se encuentran a favor de la revelación –quizás por no entender los beneficios que traería en el largo plazo en materia de acceso a financiación – han impulsado una interpretación taxativa de los eventos relevantes que se deben revelar, perdiendo de vista que hay muchas otras situaciones que podrían estar incluidas dentro de la formulación general.

El otro efecto que se ha producido es que, con base en la lista mencionada, se ha perdido de vista el propósito de la información relevante y los hechos que se revelan al mercado no siempre son materiales o de importancia a pesar de estar en la enumeración del artículo. Esto genera un exceso de información en el mercado que no permite a los inversionistas discernir cuál evento resulta relevante y cual no. En este punto convendría tomar algunas legislaciones a nivel internacional que han indicado que, a fin de evitar la ineficiencia del mercado, la información debe ser valorada caso por caso a fin de estudiar la importancia y “materialidad” de la misma frente al mercado. En otras palabras ha sido reconocido que inundar el mercado con información redundante en un perjuicio para el mismo mercado si dicha información carece de “materialidad” o importancia. En tal sentido, los elementos usualmente empleados para definir la “materialidad” del hecho son:

- (i) Magnitud o materialidad del hecho, decisión o circunstancias en la actividad del emisor.
- (ii) Relevancia de la información frente al precio de los valores emitidos.

¹ Ver artículo 5.2.4.1.5 del Decreto 2555 de 2010.

- (iii) Condiciones de cotización de los valores emitidos, que permitan inferir que la no revelación de la información tendrá algún tipo de implicación en las mismas.
- (iv) Impacto, en términos de precio de los valores, inducida por la información del mismo tipo difundida en el pasado.
- (v) La importancia que se le otorga a tal información por parte de análisis sectoriales y el impacto que la misma tiene sobre el emisor.

Por ello es necesario que las autoridades que revisan el cumplimiento de las normas de información relevante, se centren más en los criterios mencionados y menos en una lista taxativa de eventos.

Por último, y dentro del mismo tema de información relevante, está el nivel de información y la oportunidad con la que se debe informar un cambio de control de un emisor de valores como consecuencia de una adquisición por parte de un tercero. En Colombia ha hecho carrera, con pocas excepciones, la costumbre de informar al mercado y a las autoridades la ocurrencia de una adquisición de manera simultánea y sólo al momento en que se "cierra" ésta, a pesar de que las negociaciones en relación con la misma han venido ocurriendo por varios meses.

Sin embargo, con anterioridad al anuncio, generalmente se presentan filtraciones de información hacia el mercado, lo que lleva a un incremento en la bursatilidad de la acción de la sociedad objeto de la adquisición o de su comprador o vendedor, con la correlativa variación de precio que en ocasiones puede ser dramática. Afortunadamente en Colombia estas burbujas especulativas no han trascendido a hechos muy graves pero esto no debería suceder.

Por lo anterior, es importante que las autoridades velen por el cumplimiento de la obligación que tiene el controlante de un emisor² de informarle a la Superintendencia Financiera (SFC) los eventos relevantes de una negociación en curso³. Aunque en principio a este tipo de información la SFC le otorga un tratamiento confidencial, dicha autoridad también tiene la facultad de revelar ciertos aspectos de la potencial adquisición al mercado si ésta resulta necesaria para asegurar el funcionamiento ordenado del mercado, o cuando el comportamiento del valor es inusual o cuando no puede explicarse razonablemente con la información pública disponible.

² Ver Parágrafo 3 del artículo 5.2.4.1.5 del Decreto 2555 de 2010.

³ Ver artículo 5.2.4.1.7 del Decreto 2555 de 2010.

Y aunque a muchos participantes en el mercado de adquisiciones esto les parezca inviable desde la perspectiva comercial y obvien la obligación por considerar que puede afectar las negociaciones en curso, lo cierto es que es una protección para ellos mismos en la medida en que si la revelación de la transacción al momento de su realización genera pérdidas millonarias en el mercado, los inversionistas quizás intenten acciones de grupo de las contempladas en la Ley 45 de 1990 contra el controlante por no haber revelado de manera oportuna a la SFC los eventos relevantes de las negociaciones en curso. Estas pérdidas se evitarían si la formación del precio de un valor se corrige de manera paulatina y no repentina, para lo cual la SFC tiene la facultad de informar al mercado los eventos de negociaciones en curso y evitar burbujas especulativas.

Esto tampoco es extraño en jurisdicciones más desarrolladas como la norteamericana en la cual una adquisición no necesariamente se informa al "cerrarse" definitivamente o al perfeccionarse. Se revela en razón de la probabilidad que ésta tenga de suceder comparada con la magnitud del impacto que la revelación tendría frente al comportamiento de los valores. Esta valoración que es subjetiva y se hace caso por caso, permite evitar descalabros en el contexto de adquisiciones de control que, aunque no han sucedido en Colombia, parecerían estar cerca.

Jaime Robledo Vásquez
jrobledo@gpzlegal.com