

**INFORMACIÓN RELEVANTE UN MECÁNISMO PARA COMBATIR LA  
ASIMETRÍA DE LA INFORMACIÓN.**

**Camilo Gutiérrez Moreno.  
Director de tesis: Juan Carlos Garay.**

**Colegio Mayor de Nuestra Señora del Rosario  
Facultad de Jurisprudencia  
Bogotá D.C., julio de 2013**

## **TABLA DE CONTENIDO**

### **INTRODUCCIÓN.**

### **CAPÍTULO I. DELIMITACIÓN DEL PROBLEMA.**

	<b>Pág.</b>
<b>1.1. ¿Qué es el mercado?</b>	<b>06</b>
<b>1.2. Teoría de Friedrich August von Hayek</b>	<b>10</b>
<b>1.3. Teoría de Joseph Eugene Stiglitz.</b>	<b>18</b>
<b>1.4. Conclusiones parciales.</b>	<b>24</b>

### **CAPÍTULO II. FINALIDADES DE LA REVELACIÓN DE INFORMACIÓN.**

<b>2.1. Fallas del Mercado.</b>	<b>26</b>
<b>2.2. Asimetría de la información.</b>	<b>27</b>
<b>2.3. Gobierno corporativo como un método para combatir la asimetría de la información.</b>	<b>31</b>
<b>2.4. Conclusiones parciales.</b>	<b>34</b>

### **CAPÍTULO III. NORMAS Y PRINCIPIOS APLICABLES A LA INFORMACIÓN RELEVANTE.**

#### **SUB-CAPÍTULO I. PRINCIPIOS APLICABLES A LA INFORMACIÓN RELEVANTE**

<b>3.1.1. Principios de la Información Relevante.</b>	<b>36</b>
<b>3.1.2.1. Veracidad.</b>	<b>36</b>

3.1.2.2. Claridad.	36
3.1.2.3. Oportunidad.	37
3.1.2.4. Suficiencia.	37
3.1.2.5. Simetría.	37
3.1.2.6. Formalidad.	37
3.1.2.7. Objetividad.	37
3.1.2.8. No Revelación Excepcional	37

## **SUB- CAPÍTULO II. INFORMACIÓN PERIODICA.**

3.2.1. En Colombia.	
3.2.1.1. Información Anual.	38
3.2.1.2. Información Trimestral.	39
3.2.2. En Estados Unidos.	
3.2.2.1. Información Anual.	39
3.2.2.2. Información Trimestral.	39

## **SUB-CAPÍTULO III. EVENTOS EN LOS CAULES SE CONSIDERA QUE LA INFORMACIÓN ES RELEVANTE Y POR CONSIGUIENTE SE DEBE DIVULGAR.**

3.3.1. Casos de Información Eventual Objetiva.	41
3.3.1.1 Información Financiera	41
3.3.1.2. Información Jurídica	41
3.3.3.3. Información Sobre Valores Emitidos por la Compañía	42
3.3.3.4. Información Corporativa.	42
3.3.3.5. Información sobre Crisis Empresarial e Incumplimientos.	43
3.3.3.6. Información sobre Procesos de Titularización.	43
3.3.2. Casos de Información Eventual Objetiva Sujeta al Análisis de los Funcionarios.	43
3.3.2.1. Información Financiera.	43
3.3.2.2 Información Jurídica.	44
3.3.3.3 Información Corporativa.	47
3.3.3.4. Información sobre Crisis Empresarial e Incumplimientos.	47
3.3.3. Información Eventual Sujeta a análisis de relevancia.	48
3.3.3.1. Información Jurídica.	48
3.3.3.2. Información Corporativa.	49

<b>3.3.3.3. Información Sobre Procesos de Titularización.</b>	<b>49</b>
<b>3.3.3.4. Información Comercial.</b>	<b>49</b>

#### **SUB-CAPÍTULO IV.**

<b>3.4.1. Criterio de materialidad aplicado en Colombia.</b>	<b>50</b>
<b>3.4.2. Criterio de materialidad aplicado en EEUU.</b>	<b>51</b>
<b>3.4.3. Conclusiones parciales.</b>	<b>55</b>

#### **CAPÍTULO IV. CONCLUSIÓN FINAL.**

**56**

#### **BIBLIOGRAFÍA.**

**58**

#### **ANEXOS.**

<b>Anexo I. Glosario.</b>	<b>61</b>
---------------------------	-----------

## INTRODUCCIÓN

Las obligaciones que tienen los emisores de valores de revelar información relevante al mercado, cada día tiene unos estándares más complejos. La mayor complejidad en los procesos de divulgación de información se debe fundamentalmente a dos razones: (i) el aumento de los supuestos específicos de revelación de información relevante y (ii) el trato diferente que se da a la información relevante en los distintos Estados.

De esta manera, mientras que en Estados Unidos las autoridades judiciales han adoptado un criterio de materialidad general–*Balancing Test*-, en Colombia la Superintendencia financiera ha adoptado un criterio de materialidad taxativo –*Bright Line*-. Es así, como en Colombia los eventos en los cuales los emisores deben publicar la información relevante son taxativos.

Si bien con esta tesis no buscamos exponer todos los supuestos de revelación de información relevante existentes en Estados Unidos, si pretendemos hacer una comparación clara entre lo que ocurre en Estados Unidos, en donde se aplica un criterio general de información *Balancing Test*-, y lo que pasa en Colombia, donde la Superintendencia financiera ha adoptado un criterio de materialidad taxativo –*Bright Line*-. Elegí la comparación con el sistema estadounidense porque considero que en EEUU existe la legislación más avanzada en la materia y es por ello que resulta procedente comparar lo que allí ocurre con el caso colombiano en donde la obligación de revelar información relevante al mercado de valores es relativamente nueva y por ende podríamos aprender del ejemplo estadounidense siempre que se útil para nuestro sistema jurídico.

Así mismo, busco abordar la obligación de revelar información relevante como el medio idóneo en conjunto con las políticas de gobierno corporativo para solucionar la asimetría de la información y en especial uno de los problemas de *governance* más importantes en las compañías, ya que evita que se presenten problemas de **transacciones entre partes relacionadas** y evita que se celebren operaciones en corto derivadas del *insedir trading*.

Por último, queremos resaltar que si bien los eventos concretos de información relevante descritos en esta tesis han sido especificados en los pronunciamientos de las diferentes autoridades que vigilan a los emisores de valores, no hay que perder de vista que en el futuro se pueden presentar situaciones que no aparecen mencionadas en este documento, en cuyo caso será necesario que los lectores de esta tesis acudan a los principios y criterios que aparecen planteados en este documento para determinar el curso de

acción respecto de la posible revelación de la respectiva información al mercado.

## **CAPÍTULO I. DELIMITACIÓN DEL PROBLEMA.**

Antes de iniciar con la explicación concreta de los problemas que busca solucionar la divulgación de información relevante, en los mercados organizados,<sup>1</sup> así como las razones por las cuales es el medio idóneo para corregir las consecuencias nocivas de la asimetría de la información y consecuentemente asignar correctamente los recursos en el mercado. Entraremos a exponer qué es el mercado y después las teorías de algunos tratadistas económicos que consideran que el mercado es autosuficiente y puede solucionar sus propias fallas (en especial la asimetría de la información). Las anteriores teorías las contrastaremos con la teoría de otros tratadistas que no comparten algunos puntos de vista con las teorías neoliberales ya que consideran que sus teorías parten de unas presunciones falsas que generan teorías parcialmente erradas.

Para lograr una exposición esquematizada entraremos a exponer nuestros argumentos en el siguiente orden: (a) Qué es el mercado; (b) Teoría de Friedrich August von Hayek y otros expertos, (c) Teoría de Joseph Eugene Stiglitz y otros autores, (d) Conclusiones parciales.

### **1.1. ¿Qué es el mercado?**

El mercado es una institución necesaria para la vida de las sociedades contemporáneas ya que en él se encuentran la oferta y la demanda y es gracias a ese encuentro que es posible intercambiar bienes y servicios por dinero. En otras palabras el mercado puede definirse como el lugar, no físico, dónde es posible la interacción de bienes y servicios para satisfacer las necesidades de las personas. Fue así como el mercado se definió como el:

*“Lugar en donde habitualmente se reúnen los compradores y vendedores para efectuar sus operaciones comerciales. La idea de mercado ha ido unida siempre a la de un lugar geográfico. Como consecuencia del progreso de las comunicaciones el mercado se ha desprendido de su carácter localista, y hoy día se entiende por mercado el conjunto de actos*

---

<sup>1</sup> Mercado en el que se negocia simultáneamente con muchos títulos, generalmente en un solo lugar y siguiendo una determinada reglamentación. Por ejemplo, la bolsa de valores. Con respecto a su grado de formalización, se opone al mercado no inscrito o mercado OTC. Tomado de: <http://www.economia48.com/spa/d/mercado-organizado/mercado-organizado.htm>

*de compra y venta referidos a un producto determinado en un momento del tiempo, sin ninguna referencia espacial concreta.”<sup>2</sup>*

Ahora bien, el mercado puede dividirse en mercados organizados dónde la regulación estatal es constante y cumple con una función esencial porque normalmente existe una parte fuerte en la transacción –sociedades emisoras-. Por otro lado está el mercado no organizado –OTC- en dónde existen normas que reglamentan las transacciones de las partes –Código Civil, Código de Comercio...-, aunque la reglamentación es mínima y sólo interfiere en los casos en que las partes tengan conflictos.

Adicionalmente, los expertos en el mercado han entendido que el mercado es un orden espontáneo que tiene origen en su mismo proceso de forma tal que de nada sirve tratar de darle un orden independiente puesto que una acción dirigida en ese sentido sería contraria a la lógica. Veamos:

*“El mercado es un orden espontáneo, y la consistencia de ese orden se origina en el propio proceso, por lo que cualquier intento de construir el orden independiente de ese proceso no tiene sentido. Nosotros, como los economistas no tienen forma de saber lo que el mercado va a elegir en el avance del proceso (...)”<sup>3</sup>*

Dicho en otras palabras los mercados a pesar de ser una institución al servicio de las personas obedece a un proceso espontáneo en el cual es el proceso mismo el encargado de darle un orden al mercado y no pueden las personas tratar de darle un orden distinto, lo cual no implica que no sea necesario regular algunos temas específicos del mercado para lograr su mayor eficiencia. Veamos:

*“El orden del mercado es espontáneo y surge de la conducta intercambio de individuos dentro de una estructura preexistente de los derechos de propiedad y las normas de participación y mecanismos de cumplimiento. Se trata de un proceso en curso dentro de las reglas.”<sup>4</sup>*

---

<sup>2</sup> La gran enciclopedia de la Economía.

Tomado de: <http://www.economia48.com/spa/d/mercado/mercado.htm>

<sup>3</sup> BOETTKE, Peter. Teaching economics, appreciating spontaneous order, and economics as a public science. Journal of Economic Behavior & Organization. George Mason University, Fairfax, VA 22032, United States.

Traducción: The market is a spontaneous order, and the consistency of that order originates within the process itself, and thus any attempt to construct the order independent of that process is meaningless. We as economists have no way of knowing what the market will choose in advance of the process, it will choose, as Buchanan has put it, what it will choose.

<sup>4</sup> BOETTKE, Peter. Teaching economics, appreciating spontaneous order, and economics as a public science. Journal of Economic Behavior & Organization. George Mason University, Fairfax, VA 22032, United States.

Es así como:

*“Dentro de un sistema de derechos de propiedad privada, la libertad de contratación y la estabilidad monetaria, la **economía de mercado funciona a través de los ajustes de precios relativos, de los beneficios y pérdidas contables para guiar a las personas en sus decisiones económicas y así tener en cuenta la información relevante** acerca de la escasez relativa y las oportunidades de cambio. Un intercambio mutuamente beneficioso es la creación de riqueza y la economía de mercado a través de ajustes de precios relativos es de auto-corrección.”<sup>5</sup>*

De lo anterior, resulta claro que los mercados obedecen a un orden espontáneo que surge de la conducta –compra y venta de bienes y servicios- desarrollada por los actores del mismo y es la mencionada conducta, a través del precio, la que transmite información a los demás actores del mercado para guiar e informar sus decisiones. Es así, como las facultades de economía les enseñan a sus alumnos que a través del precio se transmite la información de los productos y es por esto que dicho mecanismo se encarga de guiar e informar a los actores del mercado en sus decisiones. Veamos:

*“Los estudiantes entonces se les enseña que el sistema de mercado a través de los incentivos de los derechos de propiedad claramente definidos aplicados estrictamente, y de la guía de precios y estados contables de pérdidas y ganancias (...) **tanta eficacia que se consiguen al mismo tiempo la eficiencia de intercambio y la eficiencia de la producción**. Todas las ganancias del intercambio se hará realidad, los precios reflejan el costo de oportunidad de la producción y las tecnologías de menor costo se emplearán en la producción. No es posible arreglo de los asuntos económicos podría mejorar la situación. A menos, por supuesto, hay imperfecciones en los mecanismos del mercado causadas por la información imperfecta monopolio, y / o externalidades, lo que*

---

Traducción: The order of the market is spontaneous, and emerges from the exchange behavior of individuals within a pre-existing structure of property rights and rules of engagement and mechanisms of enforcement. It is an on-going process within rules.

<sup>5</sup> BOETTKE, Peter. Teaching economics, appreciating spontaneous order, and economics as a public science. Journal of Economic Behavior & Organization. George Mason University, Fairfax, VA 22032, United States.

Traducción: Within a system of private property rights, freedom of contract, and monetary stability, the market economy will work through relative price adjustments and profit and loss accounting to guide individuals in their economic decisions to take into account the relevant information about relative scarcities and exchange opportunities. Mutually beneficial exchange is wealth creating, and the market economy through relative price adjustments is self-correcting.



*evitará que el mercado de lograr una asignación eficiente de los recursos.”<sup>6</sup> (Subrayado y negrita adicional)*

De lo anterior, también, puede extraerse que la publicación de los derechos de propiedad claramente definidos, los precios y los estados contables de perdidas hacen que los mercados sean eficientes de forma tal que la mencionada eficiencia únicamente se va ver afectada por las fallas del mercado. Sin embargo, el Estado debe intervenir a través de regulación para corregir las fallas del mercado y restablecer así la eficiencia del mismo. Veamos:

*“Cuando nos enfrentamos a estas imperfecciones, el típico estudiante se le enseña entonces que **el papel económico del gobierno es hacer frente a través de la política pública los problemas de la estructura del mercado y los conflictos por el uso de los recursos.** Gobierno facilita la corrección de las imperfecciones de la economía de mercado.”<sup>7</sup>*

Así pues, el Estado debe intervenir en el mercado para lograr la asignación adecuada de recurso y lo puede hacer a través de regulación, creando incentivos negativos o positivos y por cualquier otro medio de política pública. Dicho en otras palabras el Estado debe tratar de cambiar la conducta de los actores del mercado, por medio de política pública, para afectar de una forma lógica el proceso espontáneo que define el mercado y lograr con esto corregir las fallas del mercado.

---

<sup>6</sup> BOETTKE, Peter. Teaching economics, appreciating spontaneous order, and economics as a public science. Journal of Economic Behavior & Organization. George Mason University, Fairfax, VA 22032, United States.

Traducción: Students are then taught that the market system through the incentives of clearly defined and strictly enforced property rights, and the guiding force of prices and profit and loss accounting statements answer these questions so effectively that exchange efficiency and production efficiency are simultaneously achieved. All the gains from exchange will be realized, prices will reflect the full opportunity cost of production, and the least cost technologies will be employed in production. No possible arrangement of economic affairs could improve the situation. Unless, of course, there are imperfections in the market mechanism caused by monopoly, imperfect information, and/or externalities, which will prevent the market from achieving an efficient allocation of resources.

<sup>7</sup> BOETTKE, Peter. Teaching economics, appreciating spontaneous order, and economics as a public science. Journal of Economic Behavior & Organization. George Mason University, Fairfax, VA 22032, United States.

Traducción: Gains from trade will go unexploited; prices will not reflect opportunity costs; and production will not employ the least cost technologies. Opportunities for social improvement abound, but cannot be realized within the market due to the imperfections; the needed reform must come from outside the system. When confronted with such imperfections, the typical student is then taught that the economic role of government is to address through public policy the problems of market structure and the conflicts over resource use. Government provides the corrective to the imperfections of the market economy. The structure-conduct-performance paradigm in anti-trust economics is one such example of government as corrective, Pigovian welfare economics is another, and consumer protection is yet another still.

A pesar de lo anterior, existen expertos en el mercado que consideran que la finalidad buscada por el mismo no es la eficiencia porque los objetivos de los actores del mercado son distintos. Así pues, de acuerdo a lo dicho anteriormente -el mercado obedece a un proceso espontáneo el cual va variando de acuerdo a las actuaciones de sus actores- podemos concluir que la finalidad del mercado no es una sola. Veamos:

*“Sin embargo, "eficiencia" no es la meta o el propósito del mercado. La economía de mercado en sí no posee una teleología, aunque las personas que participan en el mercado tienen sus propios propósitos y planes que están tratando de lograr.”<sup>8</sup>*

En conclusión, el mercado es un orden espontáneo que tiene origen en su propio proceso derivado de las actuaciones de los actores que en él intervienen, y aunque su objetivo no es lograr su propia eficiencia el Estado se ve obligado a intervenir para lograr disminuir las fallas del mercado y generar un mercado eficiente. Es decir, que la falta de una finalidad clara del mercado no implica que el Estado no intervenga en él para lograr la eficiencia y una asignación adecuada de recursos.

**1.2. Friedrich August von Hayek.** Este economista de la escuela austriaca, en su ensayo El Uso del Conocimiento en la Sociedad, planteó la idea de que el **precio** es el sistema idóneo para lograr la lógica pura de la elección ya que esa través de éste mecanismo que las personas pueden determinar si un bien es escaso y en esa medida tomar la decisión más racional para saber si lo adquieren o no. Es así, cómo Hayek afirmó que la administración de la información debe hacerse por medio de un sistema descentralizado para darle más relevancia a los conocimientos sobre las circunstancias de tiempo, modo y lugar.

Fue así cómo Hayek manifestó que:

*“(…) si poseemos toda la información pertinente y podemos partir de un sistema dado de preferencia contando con un completo conocimiento de los medios disponibles, el problema que queda es puramente de lógica.*

(…)

---

<sup>8</sup> BOETTKE, Peter. Teaching economics, appreciating spontaneous order, and economics as a public science. Journal of Economic Behavior & Organization. George Mason University, Fairfax, VA 22032, United States.

Traducción: But “efficiency” is not the goal or purpose of the market. The market economy itself does not possess a teleology, though the individuals participating in the market have their own purposes and plans they are striving to achieve.

*Sin embargo, **éste decididamente no es el problema económico que enfrenta la sociedad.***<sup>9</sup> (Subrayado y negrita adicional)

De lo anterior y en especial del acápite resaltado es claro que el principal problema, que tiene un individuo que va a invertir, para tomar la decisión más racional no es tomar la decisión basada en todos los datos necesarios para elegir la mejor opción. Sino, que:

*“(...) el problema económico de la sociedad (...) se trata más bien de un problema referente a **cómo lograr el mejor uso de los recursos conocidos** por los miembros de la sociedad, para fines cuya importancia relativa sólo ellos conocen.”*<sup>10</sup> (Subrayado y negrita adicional)

Sin embargo, en este momento surgen dos problemas relativos a cuál es la mejor forma que tiene el Estado de administrar la información de forma tal que se la pueda transmitir a los individuos y cuál es la información relevante cuando una persona se decide a invertir o a desinvertir sus recursos en un sector específico del mercado. Es así, cómo Hayek manifestó que:

*“Las diversas formas en que la gente adquiere el conocimiento en que basa sus planes **constituye el problema más importante para toda teoría que investigue el problema económico.**”*<sup>11</sup> (Subrayado y negrita adicional)

El problema de las diversas formas en que la gente adquiere el conocimiento, puede solucionarse creando un estándar de divulgación para todas las compañías que intervienen en los mercados organizados y así permitirle a los inversionistas tomar la decisión más racional logrando una asignación adecuada de recursos. Sin embargo, Hayek no considero que la mejor forma para administrar la información era a través de un sistema centralizado, sino que por el contrario considera que el conocimiento de tiempo, modo y lugar no se podían centralizar.

Fue así cómo afirmó que:

*“Tal vez, este es también el punto en que debería mencionar brevemente el hecho de que el tipo de conocimiento a que me he referido es aquel **que por su naturaleza no puede formar parte de las estadísticas ni, por consiguiente, ser transmitido a ninguna autoridad central en forma estadística.**”*<sup>12</sup> (Subrayado y negrita adicional)

---

<sup>9</sup> HAYEK. Friedrich August von. El Uso del Conocimiento en la Sociedad. Página 1.

<sup>10</sup> HAYEK. Friedrich August von. El Uso del Conocimiento en la Sociedad. Página 2.

<sup>11</sup> HAYEK. Friedrich August von. El Uso del Conocimiento en la Sociedad. Página 3.

<sup>12</sup> HAYEK. Friedrich August von. El Uso del Conocimiento en la Sociedad. Página 7.

Aunque, este paradigma pueda ser cierto en los mercados no organizados, la obligación de divulgar información relevante busca que los emisores publiquen información a través de unos canales formales que le suministran a los inversionistas la información de tiempo, modo y lugar necesaria para guiar sus actuaciones e informarlos sobre todos los datos relevantes necesarios para tomar una decisión eficiente.

Por el contrario, Hayek considera que:

*“El hecho de sacar ventaja de un mejor conocimiento de los medios de comunicación o de transporte es considerado a veces como algo casi deshonesto, a pesar de que es tan importante que **la sociedad haga uso de las mejores oportunidades en este aspecto como de los últimos descubrimientos científicos.**”<sup>13</sup> (Subrayado y negrita adicional)*

Ahora bien, Hayek considera que no es necesario darle información a los mercados, a través de un sistema creado de forma deliberado por las personas, puesto que hoy en día ese sistema ya está creado y es por eso que:

*“Todo lo que importa es poder determinar **cuán difícil de obtener se han vuelto estos productos en comparación con otros que también le interesan, o el grado de urgencia con el que se necesitan los productos alternativos que produce o usa.**”<sup>14</sup> (Subrayado y negrita adicional)*

Para esto es necesario que

*“(...) en un sistema en que el conocimiento de los hechos pertinente se encuentra disperso entre muchas personas, **los precios** pueden actuar para coordinar las acciones separadas de diferentes personas en la misma manera en que los valores subjetivos ayudan al individuo a coordinar las partes de su plan.”<sup>15</sup> (Subrayado y negrita adicional)*

Así pues:

*“la verdadera función del sistema de precios (...) **mecanismo para comunicar información.***

*(...)*

---

<sup>13</sup>HAYEK. Friedrich August von. El Uso del Conocimiento en la Sociedad. Página 4.

<sup>14</sup>HAYEK. Friedrich August von. El Uso del Conocimiento en la Sociedad. Página 8.

<sup>15</sup>HAYEK. Friedrich August von. El Uso del Conocimiento en la Sociedad. Página 9.

*En resumen, mediante una especie de símbolo, se comunica sólo la información más esencial y sólo a quienes les concierne.”<sup>16</sup>*

Así mismo, Hayek al pronunciarse sobre el sistema de precios, está:

*“(…) convencido de que si este fuera el resultado de la invención humana deliberada, y si la gente guiada por los cambios de precios comprendiera que sus decisiones tienen trascendencia más allá de su objetivo inmediato, este mecanismo hubiera sido aclamado como uno de los mayores triunfos del intelecto humano.”<sup>17</sup>*

Si bien, estamos de acuerdo con la anterior afirmación de Hayek, consideramos que el precio no es el único instrumento idóneo para asignar los recursos de forma eficiente en los mercados organizados ya que existen otros mecanismos encaminados a lograr la eficiencia del mercado y la reducción de las fallas del mercado. De acuerdo a lo anterior, consideramos que el sistema de precios se debe mezclar con otros mecanismos institucionales deliberadamente creados por las personas, como ocurre con la obligación que tienen los emisores de divulgar información relevante en los mercados organizados.

A pesar de la exposición anterior, en los años setentas (70's) y ochentas (80`s) se aplicó la teoría de Hayek en los mercados organizados, conocidos también como mercados financieros, para establecer una correlación directa entre el precio de los valores y la información particular que las personas tenían de las sociedades emisoras. Para efectos de explicar la anterior afirmación entraremos a analizar la teoría de Eugene F Fama.

El mencionado autor se preocupó por definir el mercado eficiente así:

*“Un mercado de capitales eficiente **requiere que en la fijación de los precios de los valores en cualquier tiempo  $t - 1$ , el mercado use correctamente toda la información disponible.** Para simplificar, supongamos que los precios de los valores en  $t - 1$  dependen sólo de las características de la distribución conjunta de los precios que se establezcan en  $t$ . **La eficiencia del mercado, exige que en la fijación de precios en  $t - 1$ , el mercado use correctamente toda la información disponible para evaluar la distribución conjunta de los precios en  $t$ .**”<sup>18</sup> (Subrayado y negrita adicional)*

---

<sup>16</sup>HAYEK. Friedrich August von. El Uso del Conocimiento en la Sociedad. Página 12.

<sup>17</sup>HAYEK. Friedrich August von. El Uso del Conocimiento en la Sociedad. Página 13.

<sup>18</sup>FAMA. Eugene. Efficient Capital Markets: Reply. The Journal of Finance, Vol. 31, No. 1 (Mar., 1976).

Coincide con lo anterior la siguiente afirmación del mismo autor, en otro ensayo, cuando manifiesta que:

*“(...) la hipótesis de eficiencia del mercado consiste en la simple afirmación de que los precios de los valores **reflejan plenamente toda la información disponible**. Una condición previa para esta versión fuerte de la hipótesis es que la información y los costos de transacción, los costos para conseguir la información, son siempre 0.”<sup>19</sup> (Subrayado y negrita adicional)*

El mercado de capitales es eficiente porque usa correctamente toda la información disponible para asignarle los precios a los valores. Es así, como en los mercados organizados existe una presunción relativa a la perfección de dichos mercados, porque los compradores adquieren precios y no se ven afectados por costos de transacción ni por costos de información. Veamos:

*“(...) **el mercado de capitales se supone que es perfecto** en el sentido de que los inversionistas son tomadores de precios y no tienen que asumir los costos de transacción, ni los costos de información.”<sup>20</sup> (Subrayado y negrita adicional)*

Así pues los precios de los valores reflejan la información disponible, en el mercado organizado. Es decir que los precios existentes en un momento determinado distribuyen la información sobre la escasez relativa que los inversionistas pueden usar para buscar otras alternativas de inversión.

Es así como la creencia de los autores en los años setentas (70's) iba dirigida a que los mercados organizados o de valores eran muy eficientes ya que en

---

Traducción: An Efficient Capital Market efficiency requires that in setting the prices of securities at any time  $t - 1$ , the market correctly uses all available information. For simplicity, assume that the prices of securities at  $t - 1$  depend only on the characteristics of the joint distribution of prices to be set at  $t$ . Market efficiency then requires that in setting prices at  $t - 1$ , the market correctly uses all available information to assess the joint distribution of prices at  $t$ . Formally, in an efficient market.

<sup>19</sup> FAMA, Eugene. Efficient Capital Markets: II. The Journal of Finance, Vol. 46, No. 5 (Dec., 1991).

Traducción: I take the market efficiency hypothesis to be the simple statement that security prices fully reflect all available information. A precondition for this strong version of the hypothesis is that information and trading costs, the costs of getting prices to reflect information, are always 0

<sup>20</sup>Eugene F. Fama and James D. Mac Beth Source. Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests Author. Journal of Political Economy, Vol. 81, No. 3 (May - Jun., 1973), pp. 607-636Published by: The University of Chicago Press.

Traducción: In the two-parameter portfolio model of Tobin, Markowitz, and Fama, the capital market is assumed to be perfect in the sense that investors are price takers and there are neither transactions costs nor information costs.

ellos se reflejaba toda la información sobre los valores individualmente considerados así como la información del mercado en su conjunto. Veamos:

*"(...) En general se cree que los mercados de valores eran muy eficientes porque en ellos se refleja la información sobre las acciones individuales y sobre el mercado de valores en su conjunto."*<sup>21</sup>

Fue así como en los años 70's se pensaba que los precios de los valores tenían en cuenta, de forma rápida, la información que se iba incorporando al mercado y siempre era información fidedigna que no era filtrada con intereses ocultos de las sociedades emisoras o de sus inversionistas. Veamos:

*"El punto de vista aceptado es que cuando se presenta la información, la noticia se difundió muy rápidamente y se incorpora en los precios de los valores sin demora."*<sup>22</sup>

Por otro lado, la línea de pensamiento denominada *Random Walk* según la cual la información que surge día a día es imprevisible y no sólo afecta el precio de los valores en el día en que se genera la información. Veamos:

*"La lógica de la idea del Random Walk es que no se obstaculice el flujo de información para que la información se refleje de inmediato en los precios de las acciones, y luego el cambio del precio de mañana reflejará noticias sólo de mañana y será independiente de las variaciones de los precios de hoy."*<sup>23</sup>

De lo anterior, resulta claro que la lógica del *Random Walk* parte de la hipótesis consistente en que los precios de los valores fluctúan de forma imprevisible para los inversionistas de los mercados organizados porque la información se incorpora en los precios de los valores de forma inmediata y consecuentemente no es posible que nadie se adelante a la información contenida en los mencionados precios. Sin embargo, existen un gran número de economistas contemporáneos que creen en la eficiencia de los mercados organizados ya

---

<sup>21</sup>MALKIEL, Burton Gordon. The Efficient Market Hypothesis and Its Critics. The Journal of Economic Perspectives, Vol. 17, No. 1. Published by: American Economic Association.

Traducción: It was generally believed that securities markets were extremely efficient in reflecting information about individual stocks and about the stock market as a whole.

<sup>22</sup>MALKIEL, Burton Gordon. The Efficient Market Hypothesis and Its Critics. The Journal of Economic Perspectives, Vol. 17, No. 1. Published by: American Economic Association.

Traducción: The accepted view was that when information arises, the news spread very quickly and is incorporated into the prices of securities without delay.

<sup>23</sup>MALKIEL, Burton Gordon. The Efficient Market Hypothesis and Its Critics. The Journal of Economic Perspectives, Vol. 17, No. 1. Published by: American Economic Association.

Traducción: The logic of the random walk idea is that if the flow of information is unimpeded and information is immediately reflected in stock prices, then tomorrow's price change will reflect only tomorrow's news and will be independent of the price changes today.

que los precios de los valores se pueden predecir, en cierta medida, haciendo cálculos de valoración sobre la historia de los valores que se quieren adquirir. Veamos:

*“(...) nueva generación de economistas destacó elementos psicológicos y de comportamiento para la determinación del precio común, y llegó a creer que los futuros precios de las acciones son un tanto predecible sobre la base de: modelos anteriores de precios de acciones, y basados en ciertas medidas de valoración fundamentales.”<sup>24</sup>*

Adicionalmente, el nuevo enfoque de los mercados eficientes indica que los mercados de valores u organizados son eficientes porque la ganancia que obtienen los inversionistas está ligada directamente al riesgo asumido en la inversión. Es decir, que la información en los mercados de valores repercute directamente en los precios de los mismos y las ganancias que los inversionistas obtienen son directamente proporcionales a los riesgos que asumen. Veamos:

*“Por encima de todo, creemos que los mercados financieros son eficientes, ya que no permiten que los inversionistas ganen por encima de la media de rentabilidad ajustada al riesgo.”<sup>25</sup>*

Así pues, reiteramos, los mercados organizados son eficientes ya que transmiten la información sobre los valores a través del precio y es por esto que los inversionistas obtienen ganancias de acuerdo al riesgo asumido. Aunque, debe entenderse que los mercados organizados no pueden ser totalmente eficientes ya que esto generaría falta de incentivos para los expertos en el mercado. Veamos:

*“Por otra parte, el mercado no puede ser perfectamente eficiente, o no habría ningún incentivo para los profesionales para conocer la información que se pone tan rápidamente reflejado en los precios de mercado (...)”<sup>26</sup>*

---

<sup>24</sup>MALKIEL, Burton Gordon. The Efficient Market Hypothesis and Its Critics. The Journal of Economic Perspectives, Vol. 17, No. 1. Published by: American Economic Association.

Traducción: new breed of economists emphasized psychological and behavioral elements of stock-price determination, and they came to believe that future stock prices are somewhat predictable on the basis of past stock price patterns as well as certain "fundamental" valuation metrics.

<sup>25</sup>MALKIEL, Burton Gordon. The Efficient Market Hypothesis and Its Critics. The Journal of Economic Perspectives, Vol. 17, No. 1. Published by: American Economic Association.

Traducción: Above all, we believe that financial markets are efficient because they don't allow investors to earn above-average risk adjusted returns.

<sup>26</sup>MALKIEL, Burton Gordon. The Efficient Market Hypothesis and Its Critics. The Journal of Economic Perspectives, Vol. 17, No. 1. Published by: American Economic Association.

Traducción: Moreover, the market cannot be perfectly efficient, or there would be no incentive for professionals to uncover the information that gets so quickly reflected in market prices.



Sin embargo, volviendo a los lineamientos generales de la eficiencia del mercado, la creencia en que los mercados organizados son eficientes en su uso de información, a pesar de la irracionalidad de algunos inversionistas, se mantiene vigente para la mayoría de expertos en la materia. Veamos:

*“Pero sospecho que el resultado final no será un abandono de la creencia en que el mercado de valores es muy eficiente en su uso de la información.”<sup>27</sup>*

Lo anterior porque el punto de vista aceptado, por los expertos en los mercados organizados, consiste en que una vez se presenta la información la misma se propaga rápidamente incorporándose en los precios de los valores.

A pesar de lo anterior, no todos los expertos en el mercado comparten la tesis acerca de la perfección de los mercados organizados. Es así, como existe evidencia recopilada por algunos expertos que nos permite concluir que la información que tienen las personas sobre determinado emisor no se refleja en el precio de sus valores. Veamos:

*“Value Line considera que **la información no se refleja en los precios. Puesto que, se considera que el mercado puede tardar hasta 3 días para adaptarse a la información de los cambios en la clasificación, mientras los cambios en los precios son permanentes.**”<sup>28</sup> (Subrayado y negrita adicional)*

Coincide con la anterior afirmación la siguiente cita:

*“Hay evidencia, de algunos analistas de valores, (por ejemplo, Value Line) que afirma que la información no se reflejan en los precios de las acciones.”<sup>29</sup>*

---

<sup>27</sup>MALKIEL, Burton Gordon. The Efficient Market Hypothesis and Its Critics. The Journal of Economic Perspectives, Vol. 17, No. 1. Published by: American Economic Association.

Traducción: But I suspect that the end result will not be an abandonment of the belief of many in the profession that the stock market is remarkably efficient in its utilization of information.

<sup>28</sup>FAMA, Eugene. Efficient Capital Markets: II. The Journal of Finance, Vol. 46, No. 5 (Dec., 1991).

Traducción: Value Line has information not reflected in prices. He finds that the market takes up to 3 days to adjust to the information in changes in rankings, and the price changes are permanent.

<sup>29</sup>FAMA, Eugene. Efficient Capital Markets: II. The Journal of Finance, Vol. 46, No. 5 (Dec., 1991).

Traducción: There is evidence that some security analysts (e.g., Value Line) have information not reflected in stock prices.

Es decir, que algunos expertos consideran que los mercados organizados por transar precios no necesariamente son perfectos ni comunican toda la información presente en el mercado ya que los precios de los valores cambian constantemente sin tener en cuenta la información en la cual se deberían sustentar y esto es así porque la información es impredecible. De lo anterior se deriva que la teoría de Hayek no puede aplicarse de forma ilimitada en los mercados organizados, puesto que en estos es necesario obligar a las sociedades emisoras a publicar los eventos relevantes para que los inversionistas puedan tomar la decisión más racional, al usar toda la información relevante disponible.

Así pues, entraremos a analizar la teoría de Stiglitz en la que la información y la revelación de la misma es un instrumento esencial.

**1.3. Joseph Eugene Stiglitz.** Este economista es considerado como uno de los autores más destacados del Neo-keynesianismo. El mencionado autor considera que las teorías neoliberales son parcialmente erradas y es desde esta perspectiva que se deben entender todos los postulados que a continuación entraremos a exponer. Veamos:

*“(...) el conjunto de ideas que voy a presentar aquí contraria la teoría de Smith y el punto de vista de la función de gobierno que se apoyaba en ella.”<sup>30</sup>*

Stiglitz considera que la información es necesaria para que los mercados, entre ellos los mercados organizados, funcionen de una forma eficiente ya que las decisiones de los autores del mercado cuando tienen acceso a mayor cantidad de información serán más adecuadas y pueden tener un mayor grado de eficiencia en comparación con las decisiones que no tienen un fundamento de información lo suficientemente amplio. En otras palabras, las personas que quieren invertir o desinvertir su dinero dentro de un mercado organizado -Bolsa de Valores- podrán tomar la decisión más adecuada para sus intereses siempre y cuando el emisor de valores le ponga a su disposición, a través de divulgación pública, la mayor cantidad de información relevante posible. Veamos:

*“(...) la Información afecta la toma de decisiones en todos los contextos - no sólo dentro de las empresas y los hogares.”<sup>31</sup>*

---

<sup>30</sup>STIGLITZ, Joseph Eugene. Information and the Change in in Paradigm Economics. The Americans Economics Review. Vol 92, No. 3.Junio de 2002.

The set of ideas that I will present here undermined Smith's theory and the view of the role of government that rested on it.

<sup>31</sup>STIGLITZ, Joseph Eugene. Information and the Change in in Paradigm Economics.The Americans Economics Review. Vol 92, No. 3.Junio de 2002.

Information affects decision-making in every context – not just inside firms and households.

Así pues, la divulgación de información en los mercados y en especial en los mercados organizados es necesaria para poder combatir la asimetría de la información –falta del mercado- puesto que los emisores de valores al divulgarle información relevante, en igualdad de condiciones, a todos los autores del mercado permiten que se tomen decisiones eficientes que generan una asignación adecuada de recursos. Veamos:

*“(...) el hecho de que la información es imperfecta fue, por supuesto, bien reconocida por todos economista.”<sup>32</sup>*

Y

*(...) Existen asimetrías de información entre los gobernados, y así como **los participantes en los mercados se esfuerzan por superar las asimetrías de la información**, tenemos que buscar la manera de que las asimetrías de información en los procesos políticos pueden ser limitadas y mitigar sus consecuencias<sup>33</sup>. (Subrayado y negrita adicional)*

De lo anterior es claro que la solución que se debe implementar para lograr que la asimetría de la información en los mercados de valores se reduzca consiste en obligar, a través de regulación, a los emisores de valores a que divulguen toda la información que un inversionista prudente y diligente tendría en cuenta al momento de invertir o desinvertir en cualquier valor dentro de un mercado organizado. Sin embargo, la obligación de divulgar información relevante por parte del emisor ha sido considerada por algunos economistas como un costo fijo de transacción así no todos los expertos piensen lo mismo. Veamos:

*“La información es solo un costo de transacción. En el enfoque de muchos economistas de la escuela de Chicago.*

*(...)*

*Nuestro análisis mostró que este enfoque era incorrecto, así como las conclusiones que se derivan de ella.”<sup>34</sup>*

---

<sup>32</sup>STIGLITZ, Joseph Eugene. Information and the Change in in Paradigm Economics. The Americans Economics Review. Vol 92, No. 3.Junio de 2002.

The fact that information is imperfect was, of course, well recognized by all economists.

<sup>33</sup>STIGLITZ, Joseph Eugene. Information and the Change in in Paradigm Economics. The Americans Economics Review. Vol 92, No. 3.Junio de 2002.

There are asymmetries of information between those governed, and just as participants in markets strive to overcome asymmetries of information, we need to look for ways by which the asymmetries of information in political processes can be limited and their consequences mitigated.

<sup>34</sup>STIGLITZ, Joseph Eugene. Information and the Change in in Paradigm Economics. The Americans Economics Review. Vol 92, No. 3.Junio de 2002.

Por otro lado Stiglitz opina que:

*“la suposición ya no era posible. Porque el costo de adquisición de la información no podría ser considerada como costo fijo.”<sup>35</sup>*

A pesar de lo anterior los emisores de valores y en general los productores de bienes y servicios no sólo ven la divulgación de información relevante cómo un costo de transacción. Puesto que dichos actores del mercado se encuentran en una situación donde deben evaluar sus fortalezas y debilidades para saber si determinado segmento de información debe ser divulgado a los inversionistas o si por el contrario no es conveniente hacerlo, es así como el segundo de los eventos –cuando no es conveniente para el emisor divulgar la información- los emisores de valores y los productores de bienes y servicios tratan de esconder la información con la única finalidad de no permitir a los inversionistas tomar la decisión más eficiente. Veamos:

*“¿Cuáles eran los incentivos y mecanismos para que los empleadores adquirir o transmitir la información?”*

(...)

*Cómo las fuerzas de secreto y para obtener la divulgación de información equilibrada.”<sup>36</sup>*

Y

*“Uno de los primeros resultados importantes fue que, si los más capaces sin costo pueden demostrar que son más capaces, entonces el mercado será totalmente revelador, **a pesar de que los que están por debajo del promedio prefiere que no se revele la información.**<sup>37</sup>*

---

Information was just a transactions cost. In the approach of many Chicago school economist. Our analysis showed that this approach was wrong, as were the conclusions derived from it.

<sup>35</sup>STIGLITZ, Joseph Eugene. Information and the Change in Paradigm Economics. The Americans Economics Review. Vol 92, No. 3.Junio de 2002.

These assumption were no longer possible. It was not just that the cost of acquiring information could be viewed as fixed cost.

<sup>36</sup>STIGLITZ, Joseph Eugene. Information and the Change in Paradigm Economics. The Americans Economics Review. Vol 92, No. 3.Junio de 2002.

What were the incentives and mechanism for employers to acquire or transmit information. How did the forces for secrecy and for information disclosure get balanced?

<sup>37</sup>STIGLITZ, Joseph Eugene. Information and the Change in Paradigm Economics. The Americans Economics Review. Vol 92, No. 3.Junio de 2002.

One of the early important results was that, if the more able can costlessly establish that they are more able, then the market will be fully revealing, even though those who are below average would prefer that not information be revealed.

Después de analizarlos extractos anteriormente citados es claro que existe un incentivo para que los actores menos capacitados, en los mercados organizados, no revelen información suficiente para que los inversionistas diligentes tomen la decisión más eficiente o falsifiquen la información real para mostrarse como una compañía sólida. Adicionalmente, George A. Akerlof considera que la asimetría de la información dentro de un mercado no permite que existan transacciones mutuamente beneficiosas ya que la persona que tiene acceso a la información siempre la va usar en beneficio propio, sin importarle las afectaciones que le puede generar a su contraparte en el negocio. Es decir, que la persona con la información va tratar de tomar provecho de ella para afectar a su contraparte en el negocio. Veamos:

*“Esta estimación es más precisa que la estimación original. La asimetría en la información disponible, ha generado: para los vendedores el acceso a más conocimiento acerca de la calidad de un carro que la que puede tener los compradores. Pero los carros buenos y malos tienen que venderse al mismo precio, -ya que es imposible para un comprador saber la diferencia entre un buen carro y un mal carro. Es evidente que un carro usado no puede tener la misma valoración que un carro nuevo - si tuviese la misma valoración, sería ventajoso para el comprador que compraría otro carro nuevo, con una mayor probabilidad de adquirir un carro bueno. Pero, el comprador no puede recibir el verdadero valor por su carro, y tampoco puede obtener el valor esperado por un carro nuevo.”<sup>38</sup>*

Es evidente, que en el ejemplo propuesto por Akerlof es imposible que las dos partes en un negocio obtengan beneficios mutuos, cuando existe asimetría de la información, porque el comprador tendrá que ceder todas sus expectativas para poder adquirir un carro nuevo del cual no tiene información acerca de su calidad. Mientras, el vendedor que tiene acceso a mayor información se puede ver privilegiado en perjuicio de su contraparte.

Como consecuencia de lo expuesto en los tres párrafos anteriores, es necesario crear incentivos negativos y positivos en caso de que los emisores de valores no consideren procedente, de acuerdo a sus intereses particulares, divulgar la información relevante a los inversionistas prudentes y diligentes de

---

<sup>38</sup> AKERLOF, George A. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. The Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, No. 3 (Aug., 1970). Published by: Oxford University Press.

This estimate is more accurate than the original estimate. An asymmetry in available information has developed: for the sellers now have more knowledge about the quality of a car than the buyers. But good cars and bad cars must still sell at the same price- since it is impossible for a buyer to tell the difference between a good car and a bad car. It is apparent that a used car cannot have the same valuation as a new car - if it did have the same valuation, it would clearly be advantageous to trade a lemon at the price of new car, and buy another new car, at a higher probability of being good and a lower probability of being bad. Not only is it true that he cannot receive the true value of his car, but he cannot even obtain the expected value of a new car.

los mercados organizados. La forma en que se deben constituir los mencionados incentivos puede variar mucho y va desde establecer unos criterios mínimos de divulgación de información pasando por la imposición de sanciones a quienes no cumplan con los mencionados estándares, hasta llegar a sanciones de mayor entidad como la suspensión del infractor en el registro de emisores de valores. Fue así como Stiglitz manifestó que era necesario crear:

*“Incentivos para la recopilación y divulgación de información.”<sup>39</sup>*

Ahora bien, Stiglitz puso de presente que la divulgación de información puede repercutir directamente en la Asimetría de la Información y es por eso que es necesario crear incentivos que permitan que la divulgación de información relevante genere mercados más eficientes en donde los inversionistas puedan ver satisfechas sus expectativas y los recursos se asignen de forma adecuada. Veamos:

*“Las pruebas estándar de estos teoremas fundamentales de la economía del bienestar ni siquiera enumerar los supuestos enumerados en los datos relativos a: el supuesto de información perfecta estaba tan arraigada que no tenía que ser explicada. Los supuestos económicos en que las pruebas de eficiencia llamaron la atención se refería a la ausencia de externalidades y bienes públicos. Las fallas del mercado se acercan a la economía del sector público desde enfoques alternativos por los que estas fallas del mercado podrían corregirse, **pero estas fallas del mercado se circunscribe altamente por supuesto al problema de la información.**<sup>40</sup> (Subrayado y negrita adicional)*

Analizando el problema de la asimetría de la información en relación con la obligación de publicar información relevante es claro que los emisores de valores que están dispuestos a revelar toda la información relevante que pueda afectar las inversiones en su compañía tienen la intención de cumplir todos los contratos que se van a firmar con la compañía. Veamos:

---

<sup>39</sup>STIGLITZ, Joseph Eugene. Information and the Change in Paradigm Economics. The American Economic Review. Vol 92, No. 3. Junio de 2002.  
Incentives for gathering and disclosing information.

<sup>40</sup>STIGLITZ, Joseph Eugene. Information and the Change in Paradigm Economics. The American Economic Review. Vol 92, No. 3. Junio de 2002.

The standard proofs of these fundamental theorems of welfare economics did not even list in their enumerated assumptions those concerning information: the perfect information assumption was so ingrained it did not have to be explicitly stated. The economic assumptions to which the proofs of efficiency called attention concerned the absence of externalities and public goods. The market failures approach to the economics of the public sector discussed alternative approaches by which these market failures could be corrected, but these market failures were highly circumscribed by assumption.

*“Pero con información perfecta, las personas simplemente no iba a firmar contratos que no tenía intención de cumplir.”<sup>41</sup>*

Adicionalmente, existe una correlación directa entre los cumplimientos contractuales y la revelación de información relevante en los mercados organizados ya que los emisores de valores que están dispuestos a divulgar la información relevante para lograr un mercado eficiente, también están dispuestos a cumplir con todas las obligaciones derivadas de los contratos que celebran. Igualmente, los términos de los contratos –cláusulas contractuales- pueden obligar a los emisores de valores a divulgar la información relevante a los inversionistas. Veamos:

*“(..). Exámenes y controles son costosos, y mientras que con ellos se obtienen cierta información, normalmente queda un alto nivel de imperfección en la información residual. **Una respuesta a este problema es intentar inducir el comportamiento deseado a través de la fijación de los términos del contrato.**”<sup>42</sup> (Subrayado y negrita adicional)*

Sin embargo, esta solución contractual no puede generalizarse ya que la mayoría de las veces el emisor de valores es la parte fuerte del contrato y no va a admitir que lo obliguen a divulgar toda la información relevante para que las decisiones del inversionista sean totalmente eficientes. Es por lo anterior, que el Estado debe intervenir en los mercados organizados exigiéndoles a los emisores que revelan toda la información relevante que tendría en cuenta un inversionista diligente y prudente al momento de invertir o desinvertir en un determinado valor.

Ahora bien, teniendo en cuenta lo dicho por Hayek -el precio proporciona la información sobre la abundancia o escases de los productos- Stiglitz considera que el precio no sirve únicamente para este fin porque:

*“En realidad, todos gastamos una cantidad considerable de tiempo para hacer una buena compra. Las **diferencias de precios representan más que simples diferencias en la calidad del servicio.**”<sup>43</sup> (Subrayado y negrita adicional)*

---

<sup>41</sup>STIGLITZ, Joseph Eugene. Information and the Change in Paradigm Economics. The Americans Economics Review. Vol 92, No. 3.Junio de 2002.

But with perfect information, individuals simply would not sign contracts that they did not intend to fulfill.

<sup>42</sup>STIGLITZ, Joseph Eugene. Information and the Change in Paradigm Economics. The Americans Economics Review. Vol 92, No. 3.Junio de 2002.

Examinations and monitoring are costly, and while they yield some information, typically there remains a high level of residual information imperfection. One response to this problem is to try induce desired behavior through the setting of contract terms.

<sup>43</sup> STIGLITZ, Joseph Eugene. Information and the Change in in Paradigm Economics. The Americans Economics Review. Vol 92, No. 3.Junio de 2002.

Así pues, es claro que las posiciones que los autores anteriormente expuestos tienen sobre el precio son distintas. Así mismo, como quedo suficiente expuesto:

*“Hay una serie de otras acciones que transmiten información.”<sup>44</sup>*

Y

*“El hecho de que estas acciones pueden transmitir información **afecta el comportamiento. En algunos casos**, la acción será diseñado para confundir, para limitar la divulgación de información.”<sup>45</sup> (Subrayado y negrita adicional)*

De lo anterior podemos concluir que la información que se le entrega a las actores de los mercados, en especial de los mercados organizados, generan cambios en el comportamiento de los mismos haciendo que los mencionados actores tomen decisiones eficientes para lograr un mercado eficiente en dónde se asignan los recursos adecuadamente. Para lograr un mercado eficiente es necesario que el Estado intervenga el mercado a través de regulación –los contratos no son suficientes- estableciendo unos estándares mínimos de divulgación y unas sanciones fuertes por el incumplimiento de los mencionados estándares. Veamos:

*“El **hecho de que las acciones de transmitir información llevan a la gente a cambiar su comportamiento**, y cambia la forma en funciones de los mercados.”<sup>46</sup> (Subrayado y negrita adicional)*

Es claro que la posición anteriormente citada tiene sustento en la teoría de Stiglitz en dónde el comportamiento de los inversionistas se ve afectado por la información que revelan los emisores de valores en los mercados organizados. A continuación entraremos a exponer las conclusiones parciales obtenidas del análisis de las teorías económicas expuestas por Hayek y por Stiglitz.

---

In reality, we all spend a considerable amount of time shopping for good buys. The differences in prices represent more than just differences in quality of service.

<sup>44</sup>STIGLITZ, Joseph Eugene. Information and the Change in Paradigm Economics. The Americans Economics Review. Vol 92, No. 3. Junio de 2002.

There are a host of other actions which convey information.

<sup>45</sup>STIGLITZ, Joseph Eugene. Information and the Change in Paradigm Economics. The Americans Economics Review. Vol 92, No. 3. Junio de 2002.

The fact these actions may convey information affects behavior. In some cases, the action will be designed to obfuscate, to limit information disclosure.

<sup>46</sup>STIGLITZ, Joseph Eugene. Information and the Change in in Paradigm Economics. The Americans Economics Review. Vol 92, No. 3. Junio de 2002.

The fact that actions convey information leads people to alter their behavior, and changes how markets functions.



#### **1.4. Conclusiones parciales.**

(a) Hayek considera que existe un sistema creado para transmitir información a los agentes del mercado y dicho sistema denominado precio no obedece a un mecanismo creado deliberativamente por las personas. Es decir, que el precio es el mecanismo que les trasmite información a los agentes del mercado sobre la escasez de los productos. Así, cuando sube el costo de un producto es porque el bien está escaso y consecuentemente el agente del mercado puede tomar la decisión más adecuada para sus intereses eligiendo un producto sustituto.

(b) Adicionalmente, Hayek considera que la mejor forma de administrar la información es a través de un sistema descentralizado de información en el que el precio suministre la información importante a los agentes del mercado. Así pues, Hayek cree que los conocimientos de tiempo, modo y lugar son más importantes que los conocimientos científicos y estos sólo se pueden transmitir a través del precio.

(c) A pesar de las interesantes teorías de Hayek la teoría del precio no fue pensada en un contexto de mercados organizados –mercados financieros-. Es por lo anterior que la teoría del precio tiene sentido en mercados no organizados, pero pierde un poco de vigencia en el contexto de un mercado organizado.

(d) Para Stiglitz la Información es esencialmente importante para los actores del mercado porque la misma afecta la toma de decisiones en todos los contextos de la vida, incluyendo la decisión de invertir o desinvertir en un valor determinado. Es decir, que los agentes económicos necesitan contar con información relevante para poder hacer una elección eficiente y consecuentemente se logre una asignación adecuada de recursos en el mercado.

(e) Así mismo, Stiglitz considera que las personas menos capacitadas, por estar por debajo del promedio, de la sociedad no quieren que se transmita información sobre sus capacidades porque esto implica quedarse por fuera del mercado. Es decir, que los emisores de valores con muchas debilidades – información relevante negativa pendiente de divulgar- tienen un incentivo para no divulgar la mencionada información.

(f) Adicionalmente, Stiglitz cree que la información que tienen los actores del mercado genera cambios en sus comportamientos. En otras palabras, los inversionistas cambian sus elecciones de acuerdo a la información que tienen y

en esa medida si tienen toda la información relevante en sus manos podrán tomar la decisión más eficiente.

(g) La teoría de Stiglitz tiene plena aplicación en el mundo actual y en especial en los mercados organizados que requieren de información relevante para asignar los recursos de la mejor manera.

## **CAPÍTULO II. FINALIDADES DE LA REVELACIÓN DE INFORMACIÓN.**

Después de haber explicado el mercado y las distintas teorías que sobre él se tienen es importante entrar a explicar cuáles son los defectos que busca solucionar la obligación de divulgar información relevante, así: (i) en primer lugar, explicaré de forma breve cuáles son las fallas del mercado; (ii) en segundo lugar, haré una explicación especial de la asimetría de la información y cómo la obligación de divulgar información relevante la mitiga; y (iii) por último, explicaré como el gobierno corporativo en conjunto con la obligación de divulgar información relevante corrigen las transacciones entre partes relacionadas y las operaciones en corto derivadas del *insedir trading*.

### **2.1. Fallas del Mercado.**

Las Fallas del Mercado son distorsiones en el mercado que impiden la satisfacción plena de las necesidades básicas de sus actores. Otro concepto de Fallas del Mercado es la que proporciona Robert S. Pindyck y Daniel L. Rubinfeld, al considerar que las Fallas del Mercado son:

*“(...) la situación en la que un mercado competitivo no regulado es eficiente porque los precios no transmiten las señales correctas a los consumidores y productores”<sup>47</sup>*

Por último, resulta relevante revisar el concepto de fallas del mercado de Máximo Rossi e Ianina Rossi, así:

*“Las fallas de mercado llevan a que los equilibrios no sean óptimos de Pareto. Esto lleva a que se abran posibilidades para que opere un regulador, ya que si se deja actuar libremente al mercado, no se alcanzará un óptimo de Pareto.”<sup>48</sup>*

---

<sup>47</sup> PINDYCK. Robert S, RUBINFELD. Daniel L. Microeconomía, Séptima Edición. Página 357.

<sup>48</sup> ROSSI. Ianina, ROSSI. Máximo. Fallas de Mercado. Página 1.

De estas tres definiciones anteriores se pueden extraer los siguientes elementos esenciales de las fallas del mercado, a saber. (a) El mercado no es eficiente en virtud de que los precios no transmiten las señales correctas por ende no se puede alcanzar un óptimo de Pareto, (b) la existencia de las mismas impide que se satisfagan las necesidades básicas de los actores del mercado, (c) y gracias a la existencia de dichas Fallas, es necesario que el Estado intervenga en la economía por medio de la regulación.

Además de conocer el concepto de fallas del mercado, es importante saber cuáles son las mismas y como han sido definidas:

(a) la primera de las fallas del mercado es la **Asimetría de la Información** la cual consiste en:

*“(...) una carencia de información sobre la calidad o naturaleza de los productos, que impiden al consumidor tomar decisiones que maximicen la utilidad.”<sup>49</sup>*

Es claro como el rasgo característico de dicha falla del mercado es la falta de información fidedigna, para tomar la mejor decisión posible en un contexto de costo-beneficio para los actores del mercado y en especial para los inversionistas de valores.

(b) En segundo lugar están **las Externalidades**, que son las:

*“(...) acciones de un productor o un consumidor que afectan a terceros (consumidores o productores), sin tenerse en cuenta el precio del mercado.”<sup>50</sup>*

La nota característica de esta Falla del Mercado es la afectación de terceros no intervinientes en la decisión, que los afecta de forma positiva o negativa, lo que se conoce como **Externalidades Positiva y Negativas**.

(c) En tercer lugar están los **Bienes de Uso Público**, que son aquellos bienes cuyo beneficio no se reporta para un solo individuo o grupo de individuos determinados, sino para toda la sociedad en su conjunto, estos bienes son una Falla porque el costo por tenerlos es mucho mayor al beneficio que reportan.

(d) La última de las Fallas del Mercado son **los Monopolios**, que se caracteriza por la existencia de un único vendedor, además de varios

---

<sup>49</sup> PINDYCK. Robert S, RUBINFELD. Daniel L. Microeconomía, Séptima Edición. Página 357.

<sup>50</sup> PINDYCK. Robert S, RUBINFELD. Daniel L. Microeconomía, Séptima Edición. Página 357.

compradores precio aceptantes, lo que le permite al oferente del mercado fijar un costo mucho mayor al de producción de sus productos.

**2.2. Asimetría de la Información.** Esta es una Falla del Mercado como quedo suficiente expuesto en el numeral 1.1 –Fallas del Mercado-. Sin embargo, considero que se necesita una explicación más detallada de la misma debido a que la revelación de información relevante busca combatir dicha falla del mercado. Veamos:

Así pues, la asimetría de la información ha sido definida por los autores Pindick y Rubinfeld como una Falla del Mercado en los siguientes términos:

*“Si los consumidores no poseen información precisa sobre los precios de mercado o sobre la calidad de los productos, el sistema de mercado no funciona eficientemente. **Esta falta de información puede dar a los productos un incentivo para ofrecer una cantidad excesiva de algunos productos y una cantidad demasiado pequeña de otros. En otros casos, mientras que algunos consumidores pueden no comprar un bien aunque se beneficien comprándole, otros compran productos que empeoran su bienestar.**”<sup>51</sup> (Subrayado y negrita adicional)*

De este modo es claro que la falta de información genera decisiones poco eficiente y consecuentemente mercados poco eficientes en donde la asignación de recursos no es la adecuada. Lo anterior se aplica especialmente en los mercados organizados donde los inversionistas adquieren valores que representan derechos abstractos sobre una compañía determinada en donde los precios de los mismos se pueden ver afectados por la información existente sobre los valores. Para efectos de subsanar los defectos de la asimetría de la información en los mercados organizados es necesario implementar una obligación de divulgar la información relevante por parte de los emisores de valores, con la finalidad de que los inversionistas se beneficien con la compra de los valores al tomar una decisión eficiente que permite un mercado eficiente.

Ahora bien, es claro que en los mercados y en especial en los mercados organizados:

*“La **información asimétrica es bastante frecuente.** A menudo el vendedor de un producto sabe más sobre su calidad que el comprador. Los trabajadores normalmente conocen sus propias cualificaciones y capacidades mejor que los empresarios. Y **los directivos saben más sobre los costes de su empresa, la posición competitiva y las**”*

---

<sup>51</sup>PINDYCK. Robert S, RUBINFELD. Daniel L. Microeconomía, Séptima Edición.

**oportunidades de inversión que sus propietarios.**<sup>52</sup> (Subrayado y negrita adicional)

Es gracias, a la frecuencia en la que se presenta la asimetría de la información que el Estado a través de regulación y los particulares por medio de obligaciones contractuales –cuando no son la parte débil y pueden negociar- deben establecer unas obligaciones sobre divulgación de información relevante que le permita a las personas confiar en el mercado y consecuentemente generar un mercado eficiente en el que los costos de transacción se disminuyan y los inversionistas no tengan miedo de invertir porque se sienten en igualdad de condiciones al tener acceso a toda la información relevante sobre la sociedad emisora.

Es gracias a la asimetría de la información que los organismos Estatales a través de intervención económica –regulación- y los particulares por medio de sus pactos contractuales se han ideado mecanismos para solucionar la mencionada falla del mercado. Veamos:

**“La información asimétrica explica muchos mecanismos institucionales de nuestra sociedad.** Es una de las razones por las que (...) los accionistas de las sociedades anónimas deben vigilar la conducta de sus directivos.”<sup>53</sup> (Subrayado y negrita adicional)

De este modo muchos Estados han optado por obligar a los emisores de valores, dentro de los mercados organizados, a divulgar toda la información relevante que los inversionistas deben tener en cuenta a la hora de invertir o desinvertir un valor determinado. Sin embargo, los criterios de divulgación varían mucho de acuerdo a cada Estado ya que unos tienen unas listas cerradas –Colombia- mientras otros Estados le exigen a los emisores divulgar toda la información que un inversionista prudente y diligente debe tener en cuenta al momento de invertir o desinvertir en un valor determinado de acuerdo a unos criterios que debe crear la sociedad emisora –EEUU-. Es decir que la obligación de divulgar información relevante, sin importar el parámetro adoptado, es un mecanismo institucional para reducir los efectos nocivos de la asimetría de la información.

Ahora bien, después de haber analizado que es la asimetría de la información y como gracias a la misma resulta necesario crear unos mecanismos institucionales para mitigar sus efectos, en especial en los mercados organizados. Entraremos a analizar la asimetría de la información aplicada al sector financiero y de valores:

---

<sup>52</sup> PINDYCK. Robert S, RUBINFELD. Daniel L. Microeconomía, Séptima Edición.

<sup>53</sup> PINDYCK. Robert S, RUBINFELD. Daniel L. Microeconomía, Séptima Edición.

*“En todo este proceso o manejo de información, surge un problema que se denomina “Asimetría de Información”. Ésta se presenta cuando los **participantes del negocio bancario no cuentan con información o la misma es insuficiente, sea sobre otros participantes o sobre sus intenciones.** Por consiguiente, **no se pueden adoptar decisiones adecuadas o acertadas y ello, al circunscribirse al mercado, se refleja en sus costos de transacción.** Dicho en otras palabras, un mercado financiero que presente un nivel elevado de asimetría genera costos de transacción que, de una u otra forma, conllevan a que no se presente una correcta asignación de recursos.”<sup>54</sup>(Subrayado y negrita adicional)*

Así pues, lo anterior es aplicable tanto al: sector financiero en dónde las personas recurren directamente a las entidades de financiación –bancos- para obtener préstamos, como para las emisores de valores que buscan financiación a través de ventas de valores a determinados inversionistas. Es decir, que en los mercados organizados los inversionistas no tienen suficiente información sobre los emisores de valores ni sobre las intenciones de éstos y es por esto que es necesario crear instituciones como la obligación de divulgar información relevante. En síntesis, la falta de información de los inversionistas al momento de invertir en un valor determinado aumenta los costos de transacción y consecuentemente no permite una correcta asignación de recursos dentro del mercado organizado.

En el mismo orden de ideas podemos concluir que las consecuencias nocivas de la asimetría de la información en el sector financiero pueden resumirse en: (a) la selección adversa, y (b) el riesgo moral. Veamos:

*“(…) El problema de la **selección adversa se presenta al existir asimetría de información en el mercado crediticio;** debido a ella, el **agente prestatario no contará con suficiente información para saber quién constituye un buen o mal crédito,** por lo cual su decisión no será correcta.”<sup>55</sup>(Subrayado y negrita adicional)*

Como ya explicamos, ésta consecuencia también aplica para los inversionistas de valores que no cuentan con información suficiente para saber si los valores que se encuentran en los mercados organizados, listos para ser adquiridos, son o no una buena inversión. Es decir, quienes financian –bancos o

---

<sup>54</sup> DELVASO. Carlos Andrés. Asimetría de la Información, Fallas del Mercado Crediticio y Correctivos Institucionales. El Papel del Estado en la Cobertura del Mercado Crediticio. Criterio Jurídico. 2006. Pontificia Universidad Javeriana de Cali.

<sup>55</sup> DELVASO. Carlos Andrés. Asimetría de la Información, Fallas del Mercado Crediticio y Correctivos Institucionales. El Papel del Estado en la Cobertura del Mercado Crediticio. Criterio Jurídico. 2006. Pontificia Universidad Javeriana de Cali.

inversionistas de valores respectivamente- no pueden conocer de forma clara si las inversiones que van a hacer les van a reportar beneficios.

Por otro lado y como la segunda consecuencia nociva de la asimetría de la información está el riesgo moral. Veamos:

*“El riesgo moral surge una vez desembolsado el crédito (...). Si el **prestatario es consiente que lo máximo que puede perder, será el préstamo adquirido u otorgado y si a esto le sumamos una actitud de propensión al riesgo, ello constituiría un incentivo para usar los recursos de una forma temeraria o en proyectos arriesgados**, donde las posibilidades de ganancia sea muy rentable pero incierta, como si estuviesen apostando.”<sup>56</sup>*

Éste también se puede presentar con los emisores de valores cuando los mismos no constituyen garantías suficientes y no tienen una reputación que perder de cara a sus inversionistas. Porque, los emisores de valores pueden llevar a cabo una serie de acciones peligrosas y operaciones arriesgadas si saben que lo único que pueden perder son los los dineros que en ellos depositaron los inversionistas.

**2.3. El “Governance Corporativo” como herramienta adicional para corregir la asimetría de la información.** Después de haber explicado cómo obligación de divulgar información relevante busca mitigar la asimetría de la información explicaré la forma en la que el gobierno corporativo –en conjunto con obligación de divulgar información relevante- ayuda a disminuir las transacciones entre partes relacionadas y las operaciones en corto derivadas de *insedir trading*.

Bien sea en un sistema del *Common Law* o del *Civil Law* se pueden utilizar mecanismos que protejan a los inversionistas, tal como el gobierno corporativo, cuyo propósito es corregir en gran medida la asimetría de la información. Así pues, la doctrina en Colombia ha definido el Gobierno Corporativo como un concepto abstracto que no tiene un contorno definido, pues se trata de un conjunto de normas orientadas a mejorar la gestión de las empresas, con la finalidad de conseguir recursos de terceros:

*“El significativo auge del denominado gobierno corporativo y la adopción de pautas para ello por parte de sociedades domiciliadas en Colombia bajo varias normas de derecho local, justifica una referencia separada a este asunto. No existen contornos definidos para este concepto. Bajo*

---

<sup>56</sup> DELVASO. Carlos Andrés. Asimetría de la Información, Fallas del Mercado Crediticio y Correctivos Institucionales. El Papel del Estado en la Cobertura del Mercado Crediticio. Criterio Jurídico. 2006. Pontificia Universidad Javeriana de Cali.

*esta expresión anglicada se agrupan, en general, aquellas previsiones normativas, de origen legal o convencional, que rigen las relaciones entre los asociados y los diversos órganos sociales. **Se trata de normas orientadas a mejorar la gestión de las compañías, mediante la adopción voluntaria por parte de sociedades interesadas a mejorar su capacidad de obtener recursos de terceros** (subraya y negrilla fuera del texto)<sup>57</sup>*

Cabe agregar, que la finalidad de tener un gobierno corporativo no es únicamente la de mejorar la gestión de la empresa, pues se trata también la de proteger los derechos de los inversionistas creando mecanismos que les permitan llevar a cabo reclamaciones efectivas ante la sociedad o en su defecto ante el juez, evitando que los “insiders”<sup>58</sup> se aprovechen de su posición dominante para no pagarle a la totalidad de accionistas sus dividendos o a los acreedores sus obligaciones. Lo anterior generaría que las fuentes de financiación se hagan en gran medida inaccesibles, desestabilizando la empresa debido a su imposibilidad de apalancamiento con financiación externa:

*“Todos los inversionistas externos, sean grandes o pequeños, accionistas o prestamistas, necesitan que sus derechos sean protegidos. La ausencia de mecanismos que fortalezcan efectivamente sus derechos, los “insiders” no tendrían una razón para pagar a sus acreedores o para distribuir dividendos con el resto de accionistas, descomponiendo los mecanismos de financiación externa.”<sup>59</sup>*

Los principales derechos protegidos en las compañías, con un buen gobierno corporativo, son las normas de contabilidad y revelación de información pues esta es la principal guía para los inversionistas al momento de ejercer sus derechos:

*“Cuando los inversionistas financian empresas, ellos obtienen ciertos derechos y poderes que están generalmente protegidos a través del empoderamiento que se le ha dado a la regulación y a la Ley. Alguno de estos derechos incluye reglas relativas a la revelación de información y contabilidad, las cuales permiten al inversionista la*

---

<sup>57</sup> VILLAMIZAR REYES, Francisco. Derecho Societario. Segunda Edición. Editorial Temis. Bogotá, 2006. Páginas. 612-613.

<sup>58</sup> “(We refer to both managers and controlling shareholders as “The Insiders”)

<sup>59</sup> LA PORTA, Rafael, LOPEZ DE SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei, VISHNY Robert. “Investor protection and corporate governance” Journal of financial economics 58 (2000). Página 5. “All outside investors be they large or small, shareholders or creditors, need to have their rights protected. Absent effectively enforced rights, the insiders would not have much of a reason to repay the creditors or to distribute profits to shareholders, and external financing mechanisms would tend to break down.”



*información necesaria para ejercer otros derechos.” (Traducción propia)*

60

Lo anterior nos permite evidenciar como las normas que obligan a una compañía a mantener un buen gobierno corporativo ayuda a corregir una de las fallas del mercado, en el entendido de que existiría menos asimetría de la información entre los “insiders” y los inversionistas, en este orden de ideas habría mayor protección al futuro inversionista o al actual accionista de una empresa pues este conocería con mayor claridad los datos reales permitiéndole que pueda ejercer los derechos que sean necesarios para proteger sus intereses.

Otra de las finalidades de tener un buen gobierno corporativo es evitar que se generen transacciones entre partes relacionadas ya que un buen gobierno corporativo evita que trabajadores de una empresa divulguen información que aún no es pública que puede ser usada para satisfacer intereses particulares afectando los intereses de la sociedad emisora, así:

*“Comparando los “insiders” de empresas con un mal gobierno corporativo, con aquellos que se encuentran en empresas con un buen gobierno corporativo, es que los se encuentran en este último tipo de empresas, sus utilidades se disminuyen en sus transacciones de venta mas no en sus transacciones de compra. Estos resultados sugieren que los “insiders” en empresas con un buen gobierno corporativo, utilizan menos la información privilegiada que aquellos que se encuentran en empresas donde no existe un buen gobierno corporativo.” (Traducción propia) ”<sup>61</sup>*

Vemos entonces como un buen gobierno corporativo disminuye la posibilidad de que un “insider” lleve a cabo transacciones entre partes relacionadas. Lo anterior se debe a que la utilidad que este recibe es mucho menor cuando dichas reglas existen, generando que el coste que le genera al “insider” usar la información privilegiada para su propio beneficio o el de un tercero sea mayor al beneficio que le reportaría.

---

<sup>60</sup> LA PORTA, Rafael, LOPEZ DE SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei, VISHNY Robert. “Investor protection and corporate governance” Journal of financial economics 58 (2000).Pg. 4. “When investors finance firms, they typically obtain certain rights or powers that are generally protected through the enforcement of regulations and laws. Some of these rights include disclosure and accounting rules, which provide investors with the information they need to exercise other rights.”

<sup>61</sup> LILI, Dai. “Corporate Governance and Insider Trading” July 2012.Pag. 34 “We find that compared to insiders of poorer-governed firms, those of better-governed firms profit significantly less from their sale transactions, but not from their purchase transactions. This result suggests that insider sales in better-governed firms are less informative than those in poorer-governed firms.”

En algunas empresas de EEUU se han usado mecanismos para evitar que los “insiders” hagan uso de información privilegiada, a través de un control interno cuyo monitoreo es liderado por el director del área jurídica de la empresa. Las empresas que han tenido esta experiencia, han evidenciado una reducción sustancial en las utilidades que se generan para el “insider” en este tipo de transacciones:

*“Usando políticas claras frente a transacciones entre partes relacionadas, y un activo monitoreo por la dirección jurídica de la empresa, viene asociado con una reducción sustancial en la utilidad que genera este tipo de transacciones y la habilidad de los “insiders” para pronosticar ganancias sorpresivas”<sup>62</sup>*

Vemos que el uso de mecanismos que permitan un monitoreo de la información evitando que exista asimetría de la información que beneficie a algunas personas, ayuda a corregir dicha falla del mercado evitando que se defrauden los intereses de los acreedores -externos e internos- y de los accionistas de la empresa.

En conclusión un conjunto de normas y prácticas que permitan un buen gobierno corporativo permitiría reducir algunas de las fallas del mercado como la asimetría de la información; lo anterior ayudaría a que se publique información fidedigna que tiene como propósito para un futuro inversionista, accionista o prestamista, tomar una decisión que no tenga un sesgo informativo que impida conocer las distintas variables sobre la decisión ejecutada.

#### **2.4. Conclusiones parciales.**

(a) Las fallas del mercado traen como consecuencia la ineficiencia de los mercados toda vez que los precios no transmiten las señales correctas a los actores del mercado. Adicionalmente, la existencia de dichas fallas hace que el Estado regula la economía para poder corregirlas y así lograr la eficiencia del mercado.

(b) Las fallas de mercado son: la asimetría de la información, la externalidades negativas, los bienes de uso público y los monopolios.

(c) La asimetría de la información es la falta de información que tienen los actores del mercado y trae como consecuencia un mercado poco eficiente toda

---

<sup>62</sup> JAGOLINZER, Alan D. “Corporate Governance and the information content of insider trades”. June 2011. Página 25 “Using a unique sample of detailed insider trading policies, we find that active monitoring by the general counsel is associated with a substantial reduction in inside trading profits and the ability of insider trades to predict earnings surprises.”

vez que lleva a los actores del mercado a ofrecer mucha cantidad de productos innecesarios y poca cantidad de productos necesarios.

(d) Las consecuencias perversas de la asimetría de la información en los mercados organizados se resumen en: (a) la selección adversa, y (b) el riesgo moral.

(e) Si bien la asimetría de la información debe ser reducida por los Estados a través de regulación, como es el caso de la obligación de publicar información relevante, las sociedades emisoras también deben contar con mecanismos para combatir la mencionada falla del mercado como es el caso del gobierno corporativo cuya finalidad es mejorar la gestión de la empresa y los derechos de los inversionistas creando mecanismos que les permitan llevar a cabo reclamaciones efectivas para acceder más fácilmente a financiación externa.

(f) Las normas de gobierno corporativo incluyen las normas de contabilidad y revelación de información para guiar a los inversionistas y proteger sus derechos de una forma eficiente. Así pues, las normas sobre gobierno corporativo buscan evitar que los *insiders* se beneficien ilegítimamente de la información a la que tienen acceso. Así mismo, las normas sobre gobierno corporativo reducen las relaciones entre partes relacionadas.

### **CAPÍTULO III.**

En este capítulo, entraremos a estudiar la obligación de divulgar información relevante en Colombia y en EEUU. El mencionado análisis empieza después de haber explicado el mercado, las teorías que sobre él se desarrollan y los problemas que debe solucionar o por lo menos mitigar la obligación de divulgar información relevante.

Para efectos metodológicos, hemos dividido este tercer capítulo de la siguiente forma.

(i) La primera parte contiene los principios aplicables a la publicación de información relevante los cuales son esenciales para lograr el objetivo fundamental de la revelación que consiste en que la publicación de información contrarreste la asimetría de información –falla del mercado-, las operaciones en corto derivadas del *insider trading* y las transacciones entre partes relacionadas; que de otra forma podría generar ventajas para algunos de los inversionistas en detrimento del mercado.

(ii) La segunda parte se refiere a la Información Periódica que debe ser revelada en Colombia y en Estados Unidos. La cual se presenta de

manera diferente en cada uno de los dos Estados y si bien es información relevante, la determinación de los respectivos deberes de publicación es muy objetiva y no suele presentar dificultades de interpretación. Sin embargo, se incluye esa información en esta tesis con el fin de completar todo el alcance de la Información Relevante que debe publicar la compañía.

(iii) La tercera parte enumera los eventos de información relevante en Colombia y en EEUU.

(iv) La cuarta parte, explica cuál es la diferencia de criterios para revelar información relevante en EEUU y en Colombia, los cuales cómo ya adelantamos, obedecen a criterios de *Balancing test* y a *Bright Line Rule*. Así pues resulta necesario analizar los pronunciamientos de la Corte Suprema de Justicia Norte Americana y de la SEC, así como los pronunciamientos de la Superintendencia Financiera en el caso colombiano.

## **(i) SUB-CAPÍTULO I. PRINCIPIOS DE LA INFORMACIÓN RELEVANTE.**

En primer lugar y tal como lo expusimos entraremos a exponer los principios que deben inspirar a las sociedades emisoras en el momento en el que tengan que publicar un evento por ser información relevante.

**3.1.1. Principios de la Información Relevante.** Toda la Información Relevante deberá ser publicada de acuerdo con los principios que se describen a continuación:

**3.1.1.1. Veracidad.** Es la información que refleja la situación real de la sociedad o del hecho o acto que se reporta. Por regla general no se publicará aquella información cuya veracidad no pueda comprobarse de los documentos de la Compañía.

**3.1.1.2. Claridad.** Es la información comprensible y fácil de entender por parte de una persona que no sea experta en el evento que se reporta. Este principio implica el deber de aclarar rumores existentes en el mercado, inmediatamente se tenga conocimiento de ellos.

**3.1.1.3. Oportunidad.** Este principio implica que la Información Relevante se debe divulgar inmediatamente ocurra o en el momento en que se conozca.

**3.1.1.4. Suficiencia.** Es la información que contiene todos los aspectos importantes relacionados con el hecho o acto que se reporta, indicando expresamente los efectos positivos o negativos que pueda generar la respectiva situación sobre la Compañía, sus subordinadas o garantes, según sea el caso, así como sobre los Valores registrados por el Emisor, su precio, oferta o negociación, en forma tal que se suministren todos los elementos de juicio necesarios para que un inversionista prudente y diligente pueda adoptar sus decisiones en relación con dichos títulos.

**3.1.1.5. Simetría.** La Información Relevante deberá revelarse de manera idéntica en todos los mercados, organizados, donde las sociedades emisoras tienen la obligación de divulgar información. En aplicación de este principio, cualquier información que cumpla con los requisitos de relevancia deberá ser publicada de manera simultánea en todos los mercados donde las sociedades emisoras tienen la obligación de informar.

**3.1.1.6. Formalidad.** La Información Relevante debe ser publicada por los canales formales establecidos en las distintas jurisdicciones donde las sociedades emisoras tienen la obligación de informar, antes de ser publicada por cualquier otro medio. En ejecución de este principio, los funcionarios de las sociedades emisoras se abstendrán de divulgar Información Relevante a través de medios de comunicación diferentes a los Mecanismos Formales, salvo que la información ya hubiera sido publicada previamente utilizando esos mecanismos.

**3.1.1.7. Objetividad.** La Compañía deberá divulgar toda la Información Relevante sin importar si ella es positiva o negativa. En esa medida, los funcionarios de las sociedades emisoras se abstendrán de publicar, bien sea por los Mecanismos Formales o por canales informales, información parcializada.

**3.1.1.8. No Revelación Excepcional.** Cuando del contenido informativo de un evento el funcionario encargado de su publicación encuentre que la revelación podría causar un perjuicio grave a la sociedad emisora podrá pedirle permiso a la Superintendencia Financiera para no revelar el evento por un término de tiempo que nunca excederá los tres meses.

**3.1.1.9. No Uso de Información Privilegiada.** Los funcionarios de las sociedades emisoras que tengan acceso a Información Relevante no podrán negociar valores de la sociedad emisora. Igualmente, los funcionarios de las sociedades emisoras que tengan acceso a información privilegiada de compañías con las que tenga relación comercial aquella compañía no podrán negociar Valores de ésta.

## (ii) SUB-CAPÍTULO II. INFORMACIÓN PERIÓDICA.

### 3.2.1. En Colombia<sup>63</sup>.

#### 3.2.1.1. Información Anual.

**3.2.1.1.1.** Quince (15) días antes de la celebración de una Asamblea General de Accionistas, las sociedades emisoras deberán remitir a la Superintendencia Financiera de Colombia la siguiente información.

- a. Proyecto de distribución de utilidades.
- b. El informe de pérdidas, el cual debe publicarse con quince (15) días hábiles de antelación a la fecha fijada para la reunión.

**3.2.1.1.2.** Dentro de los quince (15) días siguientes la celebración de una Asamblea General de Accionistas, las sociedades emisoras deberán remitir a la Superintendencia Financiera de Colombia la siguiente información:

- a. Copia del acta de la Asamblea General incorporando sus anexos si los tuviere.
- b. Informe de gestión
- c. Informe en cumplimiento del numeral 3 del artículo 446 del Código de Comercio.
- d. Estados financieros debidamente certificados –firmados por el Representante Legal y el Contador de las sociedades emisoras-; y dictaminados –con la opinión profesional del Revisor Fiscal-.
- e. Documento del Representante Legal en el que se certifique que tanto los estados financieros, como los demás informes de fin de ejercicio no contienen vicios, imprecisiones o errores, que impidan conocer la verdadera situación patrimonial o las operaciones de las sociedades emisoras.
- f. Un certificado de existencia y representación, que no debe tener una fecha de expedición anterior a tres (3) meses.

#### 3.2.1.2. Información Trimestral.

Las sociedades emisoras deberán enviar a la Superintendencia Financiera trimestralmente, vía Internet, el Plan Único de Cuentas -PUC, a nivel de seis (6) dígitos, con las cifras correspondientes al corte de los trimestres (enero-marzo; abril-junio; julio-septiembre y octubre-

---

<sup>63</sup> Superintendencia Financiera de Colombia. Circular Externa 003 de 2007.

diciembre), con firma digital del representante legal, contador y revisor fiscal de la sociedad.

### **3.2.2. En Estados Unidos<sup>64</sup>.**

#### **3.2.2.1. Información Anual.**

Anualmente, y dentro de las fechas establecidas por la SEC –a más tardar seis (6) meses luego del fin del año fiscal-, las sociedades emisoras enviarán a través del sistema EDGAR la información referida en el Formulario 20F. Los eventos listados en dicho formulario, se publicarán allí, sin perjuicio de que previamente se hayan publicado en el Formulario 6K como información relevante. La información financiera del Formulario 20F debe ser presentada de acuerdo con los principios contables generalmente aceptados en EEUU -US GAAP-.

La información financiera presentada en el Formulario 20F, deberá contener una interpretación clara y concreta de las implicaciones de la misma para el presente y futuro de la Compañía<sup>65</sup>.

#### **3.2.2.2. Información Trimestral.**

Trimestralmente, y dentro de las fechas establecidas por la SEC, las sociedades emisoras enviarán a través del sistema EDGAR informes financieros a través del Formulario 6K.

### **(iii) SUB-CAPÍTULO TRES. CASOS PARTICULARES DE INFORMACIÓN EVENTUAL, DESCRITOS EN EL DECRETO 2555 DE 2010 Y EN LAS DECISIONES DE LAS AUTORIDADES ESTADUNIDENSES –SEC Y CORTE SUPREMA DE JUSTICIA-.**

Cuando ocurra alguno de los casos que a continuación detallamos, la revelación de la información correspondiente es obligatoria y debe hacerse a través de SIMEV –Colombia-, o del EDGAR –EEUU-. Se aclara sin embargo que estos casos no constituyen una lista taxativa para efectos de cumplir con el deber de revelación al mercado, porque, como ya se dijo, seguramente ocurrirán situaciones no previstas en esta tesis que también deben ser reveladas bajo el criterio estadounidense de revelar toda la información que un inversionista prudente podría tener en cuenta al momento de invertir o enajenar valores de una compañía emisora –*Balancing test*-.

---

<sup>64</sup> Superintendencia Financiera de Colombia. Circular Externa 003 de 2007.

<sup>65</sup> Securities and Exchange Commission. Release No. 33-8350 and 34-48960.

Sin embargo, consideramos que la mejor forma de exponer los casos de divulgación es dividiendo los casos colombianos en tres grandes grupos, que le permitirán a cualquier persona que lea esta tesis entender, bajo tres criterios distintos, cuándo es necesario revelar información relevante al Mercado de Valores colombiano. Es importante advertir que la lista que a continuación entraremos a exponer es taxativa para el caso colombiano y no ocurre lo mismo con el Mercado de Valores de EEUU, porque allí se aplica un criterio de materialidad –*Balancing Test*– según el cual es obligación del emisor valorar caso a caso si un inversionista prudente y diligente invertiría o desinvertiría en los valores de la compañía, de acuerdo a los siguientes elementos: (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, (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, o (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.<sup>66</sup>

De acuerdo a lo explicado anteriormente dividimos los casos de divulgación de información relevante, de acuerdo a los siguientes criterios:

**(i) Los Casos de Información Relevante Objetiva.** No requieren ningún tipo de análisis por parte de los emisores, que los deben divulgar. Estos casos están subdivididos en diferentes categorías, que permiten identificarlos con mayor facilidad.

**(ii) Los Casos Información Relevante Objetiva Sujeta al Análisis de los Funcionarios.** El emisor debe determinar, de acuerdo a una interpretación de ciertos conceptos jurídicos indeterminados, si el evento es o no relevante, y si debe o no ser revelado a los inversionistas de los mercados de Nueva York y Bogotá. Esos casos están subdivididos en diferentes categorías, que permiten identificarlos con mayor facilidad.

**(iii) Los Casos de Información Relevante Sujeta al Análisis de Relevancia.** El emisor debe determinar, de acuerdo a unos criterios analíticos profundos, si los eventos descritos por la regulación deben ser, o no, informados al mercado como información relevante.

**3.3.1. Casos de Información Eventual Objetiva.** Cuando se presente alguno de los eventos que se enuncian a continuación, los emisores deberán publicar

---

<sup>66</sup> ROBLEDO. Jaime Vásquez. Artículo de la República del 23 de agosto de 2010.



dicha información a través de los canales formales de divulgación de información al mercado.

#### **3.3.1.1. Información Financiera**

- a. Cambios en el capital suscrito, autorizado o pagado de la Compañía.
- b. Cambios en los estados financieros presentados como Información Periódica.
- c. Cambios en las políticas contables. En este caso deberá informarse el órgano que tomó la respectiva decisión, la fecha a partir de la cual surtirá efectos el cambio, las razones tenidas en cuenta para ello y los efectos que se espera tendrán dichos cambios en los estados financieros.
- d. Cualquier cambio en la calificación de riesgo de la Compañía.

#### **3.3.1.2. Información Jurídica**

- a. Variación en el número de acciones en circulación.
- b. Convocatorias a reuniones de la Asamblea de Accionistas. Esta información deberá publicarse a través de los mecanismos de revelación en los diferentes mercados donde las sociedades emisoras tienen la obligación de revelar la información, sin perjuicio de los avisos de ley.
- c. Reformas estatutarias. En estos casos deberá informarse, inmediatamente se produzcan cada uno de los siguientes hechos: la decisión de la Asamblea de Accionistas en la que se aprueba la modificación y la inscripción de la misma en el registro mercantil.
- d. Celebración o denuncia de convenciones y pactos colectivos de trabajo, iniciación o terminación de huelgas, expedición de laudos arbitrales para dirimir un conflicto colectivo de trabajo o despidos colectivos.
- e. Ejercicio, por parte de entidades estatales, de facultades concedidas por cláusulas excepcionales o exorbitantes, así como la imposición de sanciones en el marco de la celebración, ejecución o liquidación de contratos estatales, **aún cuando las respectivas decisiones administrativas no estén en firme.**

### **3.3.1.3. Información Sobre Valores Emitidos por la Compañía**

- a. Emisiones de Valores.
- b. Modificaciones de los Valores emitidos por la Compañía, incluyendo pero sin limitarse a: cambios en el valor nominal, división de acciones—*Stock Split*—, prepagos o redenciones anticipadas, cambios en los derechos de los tenedores de los Valores, modificaciones a las calificaciones de riesgo del respectivo Valor, modificaciones en los plazos o vencimientos, entre otros.
- c. Cualquier cambio en el sistema de cotización de los Valores emitidos por la Compañía.
- d. Cualquier aviso relativo al incumplimiento por parte de las sociedades emisoras, a los estándares exigidos en los mercados donde se negocien Valores emitidos por la Compañía.
- e. Cancelación voluntaria de la inscripción de los Valores emitidos por la Compañía, en cualquiera de los mercados donde se coticen los Valores emitidos por ella.
- f. Adquisiciones y enajenaciones de Valores emitidos por la Compañía, por parte de los Administradores, ya sea directa o indirectamente, o a través de personas con quienes configuren un mismo Beneficiario Real. Junto con esta información deberán divulgarse las autorizaciones que permitieron dicha operación.
- g. La aprobación de distribución de dividendos por parte de la Asamblea General de Accionistas y el monto de los dividendos por acción.
- h. Convocatoria a Asambleas de Tenedores de Títulos, cuando el emisor haya participado en la respectiva asamblea. Cuando el emisor no haya participado en la asamblea, las decisiones deberán ser divulgadas como Información Relevante por el representante legal de los tenedores de títulos.
- i. Decisiones tomadas por la Asamblea de Tenedores de Títulos.
- j. Nombramiento, renuncia o remoción del representante legal de tenedores de títulos.

### **3.3.1.4. Información Corporativa.**

- a. Cambios en la situación de control de la Compañía.
- b. Nombramiento, remoción o renuncia de los Administradores o del Revisor Fiscal.
- c. Reestructuraciones corporativas tales como transformaciones, cesión de activos, fusiones, escisiones, segregaciones, entre las sociedades emisoras y otras compañías.
- d. Acuerdos entre accionistas, tan pronto sean depositados en las sociedades emisoras.

#### **3.3.1.5. Información sobre Crisis Empresarial e Incumplimientos.**

- a. Procesos concursales tales como reestructuración empresarial, quiebra, liquidación forzosa, obligatoria o voluntaria o cualquier evento que pueda conducir a alterar la continuidad de la entidad o llevarla a su disolución y liquidación. Estos eventos deberán revelarse en tanto se cumplan en alguna de las filiales o subsidiarias de las sociedades emisoras<sup>67</sup>.
- b. Incumplimiento de obligaciones financieras sénior.
- c. Cualquier atraso en el cumplimiento de las obligaciones resultantes de la emisión de títulos de deuda emitidos por las sociedades emisoras, indicando el valor en mora, si corresponde a capital o a intereses, el vencimiento del plazo para el pago oportuno, la causa del retraso, las medidas adoptadas para atender dichos compromisos y la fecha en que se realizará el pago correspondiente.
- d. Tomas de posesión, bien sean con fines de administración o con fines de liquidación.

#### **3.3.1.6. Información sobre Procesos de Titularización.**

- a. Procesos de titularización.
- b. Incumplimientos contractuales de cualquiera de los intervinientes en el proceso de titularización. En estos casos deberá informarse las acciones que se adelantarán para afrontar el incumplimiento, tales como la utilización de garantías o el inicio de acciones legales.

---

<sup>67</sup> Supreme Court of EEUU. Pepper v. Litton.

- c. Modificaciones en las condiciones de los títulos emitidos en procesos de titularización.

**3.3.2. Información Eventual Objetiva Sujeta al Análisis de los Funcionarios.** Cada vez que se presente alguno de los eventos que se enuncian entre el numeral 3.3.2.1 hasta 3.3.2.4., los emisores deben analizar de forma clara los conceptos jurídicos indeterminados de la norma, para saber si deben o no publicar la información, por considerarla relevante.

#### **3.3.2.1. Información Financiera.**

- a. Operaciones o actos que originen variaciones iguales o superiores al cinco por ciento (5%) en el valor total de los activos, pasivos, ingresos operacionales, utilidad operacional o utilidad antes de impuestos.
- b. Cambios relevantes en las tasas de interés, plazos u otras condiciones de los créditos obtenidos o préstamos otorgados, así como la capitalización de acreencias. Se entenderá que los cambios referidos son relevantes, cuando la cuantía de las acreencias o deudas, sean iguales o superiores al cinco por ciento (5%) del respectivo Grupo del Activo, cuando se refiera a acreencias, o del pasivo, cuando se refiera a deudas.
- c. Constitución de gravámenes hipotecarios, prendarios o cualquier otra garantía real, o limitación de dominio, sobre bienes de la Compañía que representen el cinco por ciento (5%) o más del respectivo Grupo del Activo. Cuando el evento constituya Información Relevante, deberá especificarse el bien gravado, su valor comercial, la naturaleza y cuantía de la obligación garantizada, si se trata de una garantía abierta, si la misma tiene límite de cuantía y si la obligación amparada es propia o de terceros.
- d. Otorgamiento o sustitución de avales, fianzas o cualquier otra garantía personal, cuyo valor sea igual o superior al uno por ciento (1%) de los **activos totales**. Cuando el evento constituya Información Relevante, deberá indicarse la identidad de las personas avaladas, afianzadas o garantizadas, su vínculo con el emisor, el monto y propósito de las respectivas obligaciones y la relación de la garantía con el objeto social principal del avalista, fiador o garante.
- e. Aportes en especie a sociedades, de bienes que representen un valor igual o superior al cinco por ciento (5%) del respectivo Grupo

del Activo. Cuando el evento constituya Información Relevante deberá indicarse el bien o bienes objeto del aporte, su valor comercial, nombre de la sociedad receptora del aporte, su vínculo con el emisor, el número de acciones recibidas por el aporte, la participación que dichas acciones representan dentro del capital de la sociedad receptora del aporte, el valor intrínseco de las acciones de la sociedad receptora, antes y después del aporte, y el efecto que dicha operación tendrá en los estados financieros del aportante, en términos de utilidad o pérdida originada en la enajenación de los activos.

- f. Enajenación o adquisición a cualquier título de bienes, cuyo valor sea igual o superior al cinco por ciento (5%) del respectivo Grupo del Activo. Al comunicar esta información deberán especificarse los bienes que se van a enajenar o adquirir, su valor comercial y las condiciones bajo las cuales se pretende hacer la operación.
- g. Aumentos superiores al diez por ciento (10%) en el pasivo corriente.

### **3.3.2.2. Información Jurídica.**

- a. Cambios en la actividad principal actual, aunque no se produzca una reforma estatutaria que modifique el objeto social. Se considerará que se presentó un cambio en la actividad principal de la Compañía, cuando la mayor cantidad de ingresos en un ejercicio determinado corresponda a una cuenta diferente a aquella en la cual se registró el mayor valor de ingresos de la sociedad durante el ejercicio inmediatamente anterior, según el catálogo de cuentas establecido en el artículo 14 del Decreto 2650 de 1993, o las normas que lo sustituyan o adicionen, para la clase 4, cuentas 4105 a 4170.
- b. Celebración, modificación o terminación de contratos relevantes. Se entenderá que un contrato es relevante cuando su cuantía sea igual o superior al cinco por ciento (5%) de los ingresos operacionales, costo de ventas o gastos de administración y ventas, según corresponda, en el ejercicio inmediatamente anterior a la celebración, modificación o terminación del contrato. Si la información es relevante, en el respectivo comunicado deberá informarse el órgano que autorizó el contrato, las partes, el objeto, la cuantía, los plazos, los efectos financieros de la operación y demás información relevante.

- c. Celebración, modificación o terminación de contratos en los que las partes sean la sociedad emisora y alguna de sus subordinadas, cuando el monto sea igual o superior al uno por ciento (1%) de los ingresos operacionales, costo de ventas o gastos de administración y ventas, según corresponda, obtenidos en el ejercicio inmediatamente anterior a la celebración, modificación o terminación del contrato. Si la información es relevante, en el respectivo comunicado deberá indicarse el órgano que autorizó el contrato, las partes y su vínculo con el emisor, el objeto, la cuantía, los plazos, los efectos financieros de la operación, la relación del contrato con el objeto social principal del emisor y demás información relevante.
- d. Condonación parcial o total de deudas cuyo valor sea igual o superior al cinco por ciento (5%) del grupo respectivo del activo o del pasivo. Si la información es relevante, en el respectivo comunicado deberá indicarse la cuantía de las deudas que se condonan, discriminando capital e intereses, la identidad del acreedor o deudor, su vínculo con el emisor, la razón de ser de dicha condonación y su impacto en la situación financiera.
- e. Daciones en pago cuya cuantía sea igual o superior al cinco por ciento (5%) del grupo respectivo del activo o del pasivo. Si la información es relevante, en el respectivo comunicado deberá indicarse la cuantía de las deudas que se pagan a través de la dación, discriminando capital e intereses, el bien que se entrega y su valor comercial, la identidad del acreedor deudor, su vínculo con el emisor, la razón de ser de dicha dación y su impacto en la situación financiera.
- f. Permutas de bienes que representen un valor igual o superior al cinco por ciento (5%) del respectivo grupo del activo. Si la información es relevante, en el respectivo comunicado deberá indicarse el bien objeto de la permuta, su valor comercial, identificación del bien recibido a cambio y su valor comercial, nombre de la persona o entidad con quién se realizó la permuta, su vínculo con el emisor y el efecto que se espera tendrá la permuta sobre la situación financiera del emisor o sus negocios.
- g. Donaciones que representen un valor igual o superior al cinco por ciento (5%) del grupo respectivo del activo o del pasivo. En este caso deberá indicarse el bien objeto de la donación, su valor comercial, la identidad del donante o donatario, su vínculo con el emisor, la razón de ser de dicha donación y el efecto tributario o de cualquier otra naturaleza que la donación tendrá para el emisor.

### **3.3.2.3. Información Corporativa.**

- a. Cambios en la composición accionaria, iguales o superiores al cinco por ciento (5%) de las acciones en circulación de la sociedad, ya sea directa o indirectamente, a través de personas naturales o jurídicas con las cuales se conforme un mismo beneficiario real.

### **3.3.2.4. Información sobre Crisis Empresarial e Incumplimientos.**

- a. Cierre temporal o permanente de plantas de producción o de uno o varios establecimientos de comercio que en su conjunto representen más del diez por ciento (10%) de la producción o las ventas de la sociedad, según corresponda.
- b. Incumplimiento por un período igual o superior a sesenta (60) días de dos (2) o más obligaciones o el temor razonable de llegar a dicho incumplimiento, siempre y cuando tales obligaciones representen no menos del cinco por ciento (5%) del pasivo corriente de la entidad.

**3.3.3. Información Eventual Sujeta al Análisis de Relevancia.** Cuando se presente cualquiera de los eventos descritos entre el numeral 3.3.3.1 hasta el numeral 3.3.3.4., los emisores deben aplicar unos criterios analíticos para saber bajo que casos están en la obligación de divulgar la información relevante al mercado.

#### **3.3.3.1. Información Jurídica.**

- a. Decisiones relevantes de la asamblea de accionistas y junta directiva u órganos equivalentes.
- b. Iniciación de procesos judiciales o administrativos relevantes, una vez la demanda o requerimiento haya sido contestada por el emisor, y las decisiones que se dicten en ellos y que puedan afectar a la entidad de manera significativa, aun cuando no se encuentren en firme.
- c. Celebración, modificación o terminación de contratos que establezcan restricciones relevantes para el emisor, como la prohibición de distribuir utilidades, o cuyo incumplimiento constituya causal de aceleración de créditos o un evento de incumplimiento del respectivo contrato.

- d. Otorgamiento o cancelación de concesiones o licencias relevantes por parte de entidades estatales, así como su terminación.
- e. Ejercicio, por parte de entidades estatales, de facultades concedidas por cláusulas excepcionales o exorbitantes, así como la imposición de sanciones en el marco de la celebración, ejecución o liquidación de contratos estatales, aun cuando las respectivas decisiones administrativas no se encuentren en firme.
- f. Imposición de sanciones a las sociedades emisoras, sus Administradores o Revisor Fiscal, por parte de organismos de control del Estado, aun cuando no se encuentren en firme. Si la sanción no es impuesta por un organismo de control, no se divulgará bajo este supuesto.

#### **3.3.3.2. Información Corporativa.**

- a. Inversiones en el capital de sociedades, nacionales o extranjeras, que conlleven a una relación de subordinación, sea que la inversión se vaya a hacer directamente, a través de sociedades Filiales o subsidiarias o por medio de patrimonios autónomos. En estos casos deberá indicarse cuál es el valor de la inversión, el nombre del receptor, la actividad económica, su nacionalidad y la participación con que quedarán la sociedad emisora en la sociedad receptora.

#### **3.3.3.3. Información Sobre Procesos de Titularización.**

- a. Disminución o aumento del valor del patrimonio autónomo en forma relevante, por razones como el detrimento o valorización de los bienes que lo integran, modificaciones en su valor de mercado, hechos que puedan afectar las condiciones de su comercialización, hurto, entre otros.
- b. En los casos de titularización de cartera, deberá informarse cuando el índice de la cartera vencida que integre el patrimonio se incremente de manera relevante con relación al último dato que se haya suministrado.
- c. Celebración, modificación, terminación o no renovación de contratos relacionados con el proceso de titularización.

#### **3.3.3.4. Información Comercial.**



- a. Otorgamiento, cancelación u oposición a derechos de propiedad industrial tales como marcas, patentes, licencias o permisos de explotación u otros desarrollos, **cuando ello resulte relevante**.
- b. Introducción de nuevos productos y servicios o su retiro del mercado cuando ello resulte relevante en la estrategia comercial del emisor.

#### **(iv) SUB-CAPÍTULO IV. DIFERENCIA DE CRITERIOS PARA DIVULGAR INFORMACIÓN RELEVANTE EN ESTADO UNIDOS Y EN COLOMBIA.**

A continuación analizaremos la diferencia entre el criterio de materialidad taxativo aplicado en Colombia –*Brigth Line*- para divulgar información relevante y el criterio de materialidad aplicado en EEUU –*Balancing Test*- para divulgar información relevante en el Mercado de Valores.

Cómo ya lo hemos venido mencionando, en EEUU se debe analizar cada caso, para saber si el mismo cumple con los elementos necesarios para ser materialmente relevante para un inversionista prudente y diligente. Mientras en Colombia, a pesar de las consideraciones particulares de algunos expertos, la Superintendencia Financiera ha fijado un criterio taxativo para cumplir con la obligación de divulgar información relevante al Mercado de Valores, de forma tal que el emisor sólo tiene que consultar la lista incluida en el Decreto 2555 del 2010 para saber si debe divulgar un evento particular.

**3.4.1. En Colombia.** La divulgación de información relevante es taxativa, de acuerdo al listado incluido en el decreto 2555 de 2010.

La Superintendencia Financiera ha manifestado en varias ocasiones que el criterio aplicable es el taxativo.

*“La información relevante es toda situación relacionada con el emisor 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, en los términos del artículo 5.2.4.1.5 del Decreto 2555 de 2010. Es importante destacar que **la relación contenida en dicho artículo es taxativa en la medida en que se circunscribe a la enumeración allí prevista**.”<sup>68</sup>*

Es decir que la Superintendencia Financiera considera que el análisis de materialidad ya fue hecho previamente por el legislador, y al emisor sólo le corresponde ver la lista y aplicar el criterio allí previsto para divulgar

---

<sup>68</sup> COLOMBIA. Superintendencia Financiera. Concepto 2011020837-001.

información al Mercado de Valores de Colombia. Aunque, la opinión de algunos expertos es contraria, porque consideran que aplicar un criterio de materialidad basado en un *Balancing Test* le permitiría a los emisores en el largo plazo, obtener distintas clases de beneficios cómo ocurriría en materia de acceso a la financiación<sup>69</sup>. Los partidarios de aplicar el criterio de materialidad en Colombia, también, consideran que el listado del decreto no incluye todos los casos que podrían ser materialmente relevantes al momento de divulgar la información relevante al mercado de valores y en esa medida la fórmula general allí incluida por el legislador no es suficiente para contemplar todos los casos de información relevante que se pueden presentar en la vida real.

Ahora bien, a pesar de la opinión de algunos expertos en la materia, la Superintendencia Financiera se ha mantenido firme en la posición ya explicada, al manifestar que:

*El artículo 1.1.2.18 del Decreto 3139 de 2006 dispone que todo emisor debe divulgar, a través de los mecanismos previstos por esta Superintendencia, “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”. El referido artículo lista una serie de hechos sobre los cuales los emisores tienen el deber jurídico de informar. La relación contenida en dicho artículo es taxativa en la medida en que se circunscribe a la enumeración allí prevista.<sup>70</sup>*

De la lectura del anterior acápite es claro que la Superintendencia Financiera, antes de la expedición del decreto 2555 de 2010, y bajo el régimen del decreto 3139 de 2006 mantenía el mismo criterio taxativo que expone hoy en día y que tantas críticas ha tenido que soportar por algunos sectores, disidentes, de la doctrina que considera que la posición adoptado por dicha autoridad no es la correcta.

A continuación, entraremos a exponer el caso de Estados Unidos en dónde la divulgación de información relevante no obedece a un criterio taxativo, sino de materialidad según lo dispuesto por las decisiones de la Corte Suprema de Justicia de ese país.

**3.4.2. EEUU.** En contra posición a lo que ocurre en Colombia el estándar exigido en EEUU es un poco distinto ya que la legislación de dicho Estado no tiene un listado taxativo de eventos en los cuales se considera que la

---

<sup>69</sup> ROBLEDO. Jaime Vásquez. Artículo de la República del 23 de agosto de 2010.

<sup>70</sup> COLOMBIA. Superintendencia Financiera. Concepto 2007073511-001.

información es relevante y por ende se deba divulgar al mercado. Es decir, que el criterio aplicado en EEUU consiste en que el emisor de valores debe divulgar toda la información que un inversionista prudente y diligente tendría en cuenta al momento de invertir o desinvertir en un valor determinado conforme a unos criterios definidos por la sociedad emisora.

Es así como la jurisprudencia de la Corte Suprema de Justicia Norte Americana ha sostenido que se debe aplicar el criterio denominado “*Balancing Test*”. Veamos:

*“El nivel general de materialidad que creemos que mejor concuerda con las políticas de la Regla 14a-9 es la siguiente: **Un dato omitido es relevante si existe una probabilidad sustancial de que un accionista razonable consideraría importante para decidir cómo votar.** Esta norma es plenamente coherente con la descripción general de los molinos de la materialidad como la exigencia de que “el defecto tienen una propensión significativa para afectar el proceso electoral.” No requiere prueba de una probabilidad sustancial de que la divulgación del hecho omitido habría causado que el inversionista razonable para cambiar su voto. Lo que la norma contempla una proyección de una probabilidad sustancial de que, en todas las circunstancias, el hecho de omitir habría adquirido una importancia real en las deliberaciones del accionista razonable. **En otras palabras, debe haber una probabilidad sustancial de que la divulgación de la realidad omitida habría sido visto por el inversionista razonable como que altera significativamente la “mezcla total” de información disponible.**”<sup>71</sup>*

Adicionalmente, la Corte Suprema de Justicia de EEUU ha confirmado el anterior punto en sentencias más recientes. Veamos:

*“(...) la información cumple el requisito de materialidad cuando existe una probabilidad sustancial de que la información omitida habría sido tenida en cuenta por un inversionista razonable, puesto que la misma puede*

---

<sup>71</sup>*The general standard of materiality that we think best comports with the policies of Rule 14a-9 is as follows: An omitted fact is material if there is a substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider it important in deciding how to vote. This standard is fully consistent with Mills' general description of materiality as a requirement that “the defect have a significant propensity to affect the voting process.” It does not require proof of a substantial likelihood that disclosure of the omitted fact would have caused the reasonable investor to change his vote. What the standard does contemplate is a showing of a substantial likelihood that, under all the circumstances, the omitted fact would have assumed actual significance in the deliberations of the reasonable shareholder. Put another way, there must be a substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the “total mix” of information made available. Tomado de: TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc. EEUU Supreme Court. Juez Marshall.*

*altera significativamente la mezcla total de la información **puesta a su disposición**”<sup>72</sup>*

De lo anterior, resulta claro que el emisor de valores en EEUU o quién negocie los mismos en ese Estado debe hacer una evaluación del hecho para saber si existe una probabilidad sustancial de que un accionista razonable consideraría importante el hecho ocurrido para decidir cómo votar. Es decir, que debe aplicar la regla del *Balancing Test* para determinar si el hecho es relevante y consecuentemente debe ser divulgado al mercado organizado para que los inversionistas puedan tomar la decisión de invertir o no en el respectivo valor.

Si bien la mencionada regla –*Balancing Test*- tiene algunas ventajas porque permite que la información que se divulgue sea toda la información relevante, de acuerdo a ciertos criterios adoptados por las sociedades emisoras, para tomar la decisión más eficiente y que beneficie más al inversionista de valores. No puede negarse que se presentan algunas desventajas por la amplitud e inexactitud de la regla. Sin embargo, antes de empezar a analizar cada una de las desventajas enunciadas es importante tener en cuenta otras sentencias que han aplicado la misma regla.

Fue así como la Corte Suprema de Justicia de EEUU manifestó que las noticias preliminares sobre fusiones no son necesariamente información relevante. Aunque, se debe hacer un análisis particular basado en la regla del *Balancing Test* porque en cuando los emisores comunican públicamente información falsa la mencionada información adquiere el carácter de relevante. Veamos:

*“Al analizar si la información sobre negociaciones de fusión es material y por ende debe ser divulgada para evitar una violación de la Regla 10b-5, se debe hacer un análisis del caso concreto. Sin embargo, una vez que se hace una declaración negando la existencia de cualquier discusión acerca de la fusión, incluso las **discusiones que podrían no haber sido material en ausencia de la negociación son significativos debido a que hacer la declaración falsa constituye un evento de información relevante.**”*

*Este enfoque, sin embargo, no tiene en cuenta que, con el fin de prevalecer la Regla 10b-5 de reclamación, el demandante debe demostrar que **las declaraciones lo indujeron a error sobre un hecho**”*

---

<sup>72</sup>(...) *materiality requirement is satisfied when there is a substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the total mix of information made available.*

Tomado de Corte Suprema de Justicia de EEUU. *Matrixx Initiatives, Inc. Vs. Siracusanano*.

**material**. No es suficiente que una afirmación sea falsa o incompleta, si el hecho tergiversado por lo demás es insignificante.”<sup>73</sup>

Lo anterior, no deja duda sobre la aplicación del *Balancing Test* en EEUU porque la legislación y jurisprudencia de dicho Estado han considerado dicha regla como la más adecuada para lograr un mercado eficiente, en donde se reduce la asimetría de la información y consecuentemente la asignación de recursos es adecuada. Sin embargo, existen algunas desventajas derivadas de la aplicación de ésta regla. Veamos:

*“(…) en el contexto de las opiniones de la Corte Suprema de -Industrias TSC Inc. Basic- complica los procedimientos corporativos de divulgación, contenidos en el Formulario 8-K, sometiendo la divulgación a una innumerable cantidad de eventos basado en el criterio errado de "inversionista razonable", en lugar de fijar una norma alternativa Bright line o un Balancing test.”*<sup>74</sup>

De lo anterior, es claro que a pesar de lo dicho por la Corte Suprema de Justicia de Estados Unidos el concepto de inversionista razonable no es aceptado por todos los tratadistas como aplicación de la regla denominada *Balancing Test*. Lo anterior, puede generar un efecto nocivo para la divulgación de la información relevante en la medida en que un criterio tan amplio conlleva a que los emisores divulguen toda la información que está en sus manos de forma tal que se vuelve casi imposible para los inversionistas dividir la información relevante para así tomar la decisión que permita una adecuada asignación de recursos.

Adicionalmente, una norma tan amplia genera que los emisores de valores tengan que incurrir en unos costos sumamente amplios para poder divulgar la información relevante. Lo anterior, porque el emisor tiene la obligación de divulgar casi toda la información que llega a sus manos y consecuentemente los recursos necesarios para poder crear un grupo institucional que haga este trabajo y los medios que el mismo grupo necesitará son excesivamente amplios por sus costos.

---

<sup>73</sup> In analyzing whether information regarding merger discussions is material such that it must be affirmatively disclosed to avoid a violation of Rule 10b-5, the discussions and their progress are the primary considerations. However, once a statement is made denying the existence of any discussions, even discussions that might not have been material in absence of the denial are material because they make the statement made untrue. Tomado de: BASIC INC. v. LEVINSON

<sup>74</sup> 10 4 Further, SAB 99, when considered in context with the United States Supreme Court opinions in TSC Industries and Basic Inc., complicates corporate disclosure procedures, under Form 8-K, by subjecting an innumerable amount of events to a determination of materiality based upon the amorphous "reasonable investor" standard, in lieu of an alternative Bright line standard or comprehensive balancing test. Tomado de: <http://scholarship.law.marquette.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1123&context=mulr>.

Es por todo lo anterior que:

*“De hecho, esta nota llega a la conclusión de que la aplicación del Formulario 8-K, por parte de la SEC, sin una aclaración de las normas de materialidad no facilitará la divulgación de información que es "necesaria o útil para la protección de los inversores.”<sup>75</sup>*

Es así, como el formulario 6K –contiene la información relevante- no servirá de nada si la SEC en conjunto con la Corte Suprema de Justicia de Estados Unidos no fijan un criterio de divulgación más claro en aplicación del *Balancing Test* o del *Bright Line Rule* para evitar los problemas explicados anteriormente.

### **3.4.3. Conclusiones parciales.**

(a) En Colombia se aplica la regla denominada *Bright line* porque los eventos en los cuales se debe divulgar información, al mercado de valores, han sido plasmados de forma taxativa en el Decreto 2555 de 2010. Por consiguiente, el listado del artículo 5.2.4.1.5 del Decreto 2555 de 2010 es taxativo y consecuentemente los emisores de valores no tienen la obligación de divulgar ninguna otra información al mercado de valores.

(b) Por otro lado, en Colombia existen algunos tratadistas que han tratado de integrar a nuestra legislación la regla denominada *Balancing Test* porque consideran que al adoptar un criterio de materialidad más amplio se permitiría tener todos los eventos de información relevante que un inversionista prudente y diligente podría tener en cuenta a la hora de invertir o desinvertir en un valor determinado. Entonces, algunos tratadistas consideran que la lista del Decreto 2555 del 2010 no contiene todos los eventos de información relevante.

(c) En EEUU, han aplicado la regla denominada *Balancing Test* basados en el siguiente criterio: *Un dato omitido **es relevante** si existe una probabilidad sustancial de que un accionista razonable consideraría importante para **decidir cómo votar.***

En consecuencia, la legislación en EEUU ha adoptado un criterio de materialidad más amplio que el colombiano porque ellos consideran que el mismo les permite tener un mercado más eficiente en dónde las elecciones de los actores del mercado permiten una asignación correcta de los recursos.

---

<sup>75</sup> In fact, this Note concludes that the Commission's implementation of additional Form 8-K filing requirements without clarification of materiality standards will not facilitate the disclosure of information that is "necessary or useful for the protection of investors. Tomado de: <http://scholarship.law.marquette.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1123&context=mulr>

(d) Sin embargo, algunos teóricos en EEUU han considerado que el criterio de materialidad explicado anteriormente no es la aplicación del *Balancing Test* ya que es un criterio profundamente amplio. En otras palabras, la aplicación de un criterio de materialidad tan amplio es nocivo para el mercado porque: (a) el emisor divulgará toda clase de información, sin importar su relevancia, y esto hace que el inversionista no pueda clasificar la información relevante, (b) genera un costo excesivo para la sociedad emisora que tendrá que tener a su disposición un esquema muy grande de personas y tecnología para poder divulgar la información relevante.

(e) Consideramos que el criterio de materialidad que menos consecuencias adversas presenta y consecuentemente se debe aplicar en Colombia es la regla del *Bright Line* como explicaremos en la conclusión final de este documento.

#### **CAPÍTULO IV. CONCLUSIÓN FINAL.**

De acuerdo a lo expuesto a lo largo de esta tesis y en especial a las conclusiones parciales de los capítulos I y II es claro que la asimetría de la información es el principal problema que se quiere combatir a través de la obligación de publicar información relevante. Adicionalmente, la publicación de información relevante como ya quedo expuesto a lo largo de este escrito combate las operaciones en corto derivadas del *insedir trading* y las transacciones entre partes relacionadas.

Así mismo, es claro que hoy en día se han adoptado teorías económicas como las de Stiglitz ya que la obligación de divulgar información relevante en los mercados financieros, independientemente del criterio adoptado, demuestra que los Estados han procurado dotar a los inversionistas de éstos mercados con la mayor cantidad de información posible para evitar decisiones de con sesgos informativos que generarían mercados ineficientes y poca confianza en los mercados bursátiles lo que a su vez desataría una menor financiación externa para las sociedades emisoras.

De lo anterior, resulta claro que la mencionada obligación fue pensada para proteger al mercado y particularmente a los inversionistas que son considerados la parte débil de la relación jurídica. Sin embargo, la mencionada obligación busca demostrar que existe igualdad entre los participantes en los mercados bursátiles para que los inversionistas cuenten con la confianza suficiente para invertir su dinero en las sociedades emisoras.

Así pues, la obligación de publicar información relevante es un mecanismo idóneo para reducir la asimetría de la Información y para combatir los otros problemas explicados. Sin embargo, la mencionada obligación por ser considerada un método para proteger el mercado y por contar con varias aristas en su aplicación genera la siguiente duda: ¿Es mejor para un mercado como el colombiano -inversionistas y sociedades emisoras- basar la obligación de publicar información relevante en una regla como el –*Bright Line*- o se debe basar en un –*Balancing Test*-?

Yo considero que en un mercado de valores como el colombiano en dónde la obligación de publicar información relevante es relativamente nueva –contrario a lo que ocurre en EEUU en donde se tiene mucha experiencia en el tema- y dónde la aplicación de los principios del derecho y la jurisprudencia no es propia del sistema jurídico se debe aplicar el criterio del *Bright Line Rule*, tal como se ha venido aplicando, para evitar que la obligación sea sumamente compleja para las sociedades emisoras e inclusive para sus abogados que no están acostumbrados a regirse por un sistema en el que tienen que aplicar un test de proporcionalidad caso a caso para determinar cuando un eventos es información relevante.

Conforme a lo anterior, considero que es más útil para las sociedades emisoras, en un país como Colombia, que tengan un estándar claro sobre cuáles son los casos que tienen que divulgar y esto sólo se logra en un sistema fundamentado en el *Bright Line* en donde existe un listado de eventos considerados como información relevante. Ahora bien, podría pensarse que adoptar la obligación de divulgar información relevante basado en una regla estricta de divulgación como es el *Bright Line* podría desproteger a los inversionistas y al mercado. Sin embargo, considero que la obligación de publicar información basado en la regla del *Bright Line* resulta proteccionista para el mercado y para los inversionistas toda vez que crea homogeneidad en todos los eventos que deben publicar las sociedades emisoras y esto, a su vez, conlleva a que exista un estándar más uniforme y claro de divulgación.

Es decir, que en un sistema jurídico como el colombiano es más conveniente adoptar la regla del *Bright Line* para listar los eventos considerados como información relevante de forma tal que las sociedades emisoras no divulguen información diversa cuando ocurra un mismo evento. Lo anterior, porque no resultaría útil un criterio del *Balancing Test* para un sistema tan hermético como es el colombiano.

Adicionalmente, si en Colombia se fundamentará la obligación de divulgar información relevante basada en un regla del *Balancing Test* se podría llegar a que las sociedades emisoras por no saber cuáles son los eventos que deben publicar publiquen toda la información de la compañía sin importar su



relevancia lo cual implicaría una imposibilidad para los inversionistas de evaluar toda la información para poder saber cuál es la verdaderamente relevante.

## BIBLIOGRAFÍA.

### Libros.

1. PINDYCK. Robert S, RUBINFELD. Daniel L. Microeconomía, Séptima Edición. Página 357.
2. ROSSI. Ianina, ROSSI. Máximo. Fallas de Mercado.
3. VILLAMIZAR REYES, Francisco. Derecho Societario. Segunda Edición. Editorial Temis. Bogotá, 2006. Pág612-613.

### Ensayos.

1. La gran enciclopedia de la Economía  
(<http://www.economia48.com/spa/d/mercado/mercado.htm>)
2. BOETTKE, Peter. Teaching economics, appreciating spontaneous order, and economics as a public science. Journal of Economic Behavior & Organization. George Mason University, Fairfax, VA 22032, United States.
3. HAYEK. Friedrich August von. El Uso del Conocimiento en la Sociedad.
4. FAMA. Eugene. Efficient Capital Markets: Reply. The Journal of Finance, Vol. 31, No. 1 (Mar., 1976).
5. FAMA, Eugene. Efficient Capital Markets: II. The Journal of Finance, Vol. 46, No. 5 (Dec., 1991).
6. FAMA, Eugene F. MACBETHSOURCE, James D. Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests Author. Journal of Political Economy, Vol. 81, No. 3 (May - Jun., 1973), pp. 607-636Published by: The University of Chicago Press.
7. MALKIEL, Burton Gordon. The Efficient Market Hypothesis and Its Critics. The Journal of Economic Perspectives, Vol. 17, No. 1.Published by: American Economic Association.
8. FAMA, Eugene. Efficient Capital Markets: II. The Journal of Finance, Vol. 46, No. 5 (Dec., 1991).
9. STIGLITZ, Joseph Eugene. Information and the Change in in Paradigm Economics. The Americans Economics Review. Vol 92, No. 3.Junio de 2002.
10. AKERLOF, George A. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. The Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, No. 3 (Aug., 1970). Published by: Oxford University Press.
11. STIGLITZ, Joseph Eugene. Information and the Change in in Paradigm Economics. The Americans Economics Review. Vol 92, No. 3.Junio de 2002.

12. DELVASO. Carlos Andrés. Asimetría de la Información, Fallas del Mercado Crediticio y Correctivos Institucionales. El Papel del Estado en la Cobertura del Mercado Crediticio. Criterio Jurídico. 2006. Pontificia Universidad Javeriana de Cali.

13. ROBLEDO. Jaime Vásquez. Artículo de la República del 23 de agosto de 2010.

14. <http://scholarship.law.marquette.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1123&context=mulr>.

15. SARMIENTO. José Martínez. Estudios de Derecho Privado. Uso de Información Privilegiada dentro del Mercado Integrado Latinoamericano de Valores (MILA). Universidad del Rosario 29 de abril de 2013.

17. BLANCO. José Alejandro Serrano. Mercado Público de Valores Pasado Presente y Futuro. Sergio Rodríguez Azuero et ál. (eds.) Bogotá: Universidad del Rosario, 2006.

18. CALDERÓN. Juan Jacobo Villegas. El Alcance del Concepto de Información Privilegiada en Colombia: una Aproximación a partir de la Regulación del Mercado público de Valores. Sergio Rodríguez Azuero et ál. (eds.) Bogotá: Universidad del Rosario, 2006.

19. TORRADO. Jorge Angarita. El Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores Colombiano a la Luz de la Experiencia estadounidense. Revista de Derecho Privado 39 (2008). Universidad de los Andes.

20. LA PORTA, Rafael, LOPEZ DE SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei, VISHNY Robert. Investor protection and corporate governance. Journal of financial economics 58 (2000).

21. LILI, Dai. Corporate Governance and Insider Trading. July 2012.

22. JAGOLINZER, Alan D. "Corporate Governance and the information content of insider trades. June 2011.

### **Sentencias.**

1. EEUU. Supreme Court. Basic Inc v. Levinson and United States v. Chiarella

2. EEUU. Supreme Court of EEUU. Pepper v. Litton.

3. EEUU. Supreme Court. *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.* EEUU Supreme Court. Juez Marshall.

4. EEUU. Supreme Court. Kardon v. National Gypsum Co.

5. SEC. In re Cady, Robert & Co, caso No. 40 sec 970 de 1961.
6. EEUU. Supreme Court. EEUU v. O'Hagan.
7. EEUU. Corte de apelación del onceavo circuito, sentencia de 27 de marzo de 1998, exp: 96-6084.
8. EEUU. Corte de apelación del onceavo circuito, EEUU contra Smith sentencia 1998, exp: 155 F3d 1051.
9. EEUU. Corte de apelación del segundo circuito, Lentell contra MeryLinch sentencia 20 de enero del 2005, exp: 30-7984.

**Conceptos.**

1. Colombia. Superintendencia Financiera. Circular Externa 003 de 2007.
2. Colombia. Superintendencia Financiera. Circular Externa 003 de 2007.
3. EEUU. Securities and Exchange Commission. Release No. 33-8350 and 34-48960.
4. Colombia. Superintendencia Financiera. Concepto 2011020837-001.
5. Colombia. Superintendencia Financiera. Concepto 2007073511-001.

## ANEXOS.

### Anexo I. Glosario.

**1. Acción.** Título de propiedad de carácter negociable, representativo de una parte alícuota del patrimonio de una sociedad, que otorga a su titular derechos políticos y económicos, que pueden ser ejercidos colectiva o individualmente de acuerdo con lo establecido en los estatutos sociales.

**2. Accionista.** Persona natural o jurídica propietaria de una o varias acciones en una compañía. Para los efectos de este Manual, serán los propietarios de Acciones de las sociedades emisoras.

**3. Activo.** Se refiere a todo aquello que le pertenece a la Compañía. Es la representación financiera de un recurso obtenido por la Compañía como resultado de eventos pasados.

**4. Bolsa de Valores.** Es una organización que brinda las facilidades necesarias para que sus miembros, atendiendo los mandatos de sus clientes, hagan negociaciones de compraventa de Valores tales como acciones, bonos, papeles comerciales, certificados, entre otros.

**5. Emisor de Valores.** Es una compañía cuyas acciones, bonos u otros títulos negociables están inscritos en el RNVE, o ante cualquiera otra autoridad o sistema de negociación de Valores en el extranjero.

**6. Formulario 6K.** Es el formulario utilizado por los Emisores de Valores extranjeros, registrados en Estados Unidos bajo las reglas 13(a)-16 o 15(d)-16 del *Securities and Exchange Act* de 1934. A través de este formulario se divulgan los eventos de Información Relevante o Material y los informes financieros trimestrales tanto en Estados Unidos, como en Canadá.

**7. Formulario 20F.** Es el formulario utilizado por los Emisores de Valores extranjeros, para efectuar los reportes anuales o transitorios bajo la sección 13 o 15(d) del *Securities and Exchange Act* de 1934 de los Estados Unidos. Debe publicarse cada año antes del 30 de junio. A través de este formulario se divulga la Información Periódica tanto en Estados Unidos como en Canadá.

**8. Información Material o Relevante<sup>76</sup>.** Sin importar la jurisdicción de que se trate, es Información Material o Relevante, toda aquella relacionada con las

---

<sup>76</sup>USA Supreme Court. *Basic Inc v. Levinson and United States v. Chiarella*

sociedades emisoras, que sería tenida en cuenta por un inversionista para invertir, desinvertir o mantener su inversión en Valores de la compañía. Esa inversión puede estar representada en cualquier clase de Valor, incluyendo pero sin limitarse a Acciones, bonos, bonos obligatoriamente convertibles en acciones, entre otros.

**9. Información Privilegiada.** Es la Información Relevante que no ha sido publicada al mercado por los canales formales para ello -SIMEV, SEDAR y EDGAR-.

**10. Información Periódica.** Es aquella Información Relevante que los emisores preparan con respecto a un período determinado para ser comunicada al mercado de Valores, a través de los sistemas respectivos, en las jurisdicciones donde las sociedades emisoras tiene obligaciones de informar.

**11. Mecanismos Formales de Divulgación.** Son EDGAR y SIMEV.

**12. New York Stock Exchange –NYSE-.** Es la Bolsa de Valores de Nueva York.

**13. Registro Nacional de Valores y Emisores -RNVE-.** Es el registro administrado por la Superintendencia Financiera de Colombia en el cual se deben inscribir los emisores de Valores y los Valores.

**14. Securities and Exchange Commission –SEC-.** Es la Comisión de Valores de los Estados Unidos de América, agencia gubernamental que regula y vigila el mercado bursátil, las operaciones con Valores, las emisiones de Valores, entre otras operaciones con Valores que se hagan dentro de su jurisdicción.

**15. Sistema de Información Integral del Mercado de Valores –SIMEV-.** Es el Sistema Integral de Información del Mercado de Valores, administrado por la Superintendencia Financiera de Colombia.

**16. Sistema EDGAR.** Es el Sistema Electrónico de Recolección, Análisis y Recuperación de Información Relevante -*Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval System*-, administrado por la SEC.<sup>77</sup>

---

<sup>77</sup> Tomado de la página oficial de la Bolsa de Valores de Colombia. <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Glosario>.