



Julio Pareja Palomino, Nicolás Valverde Casas
y Paulo César Isla Rodríguez(*)

Hechos de Importancia: “Protección al Inversionista o la búsqueda de un Mercado más Eficiente” - A propósito de la aprobación de Resolución No. 005-2014-SMV-01

Significant event: “Investor Protection or the search of a more Efficient Market” - on the occasion of the approval of Resolution No. 005-2014-SMV-01

“As a general rule, the most successful man in life is the man who has the best information”

Benjamin Disraeli

Resumen: El presente ensayo tiene por objetivo analizar el Sistema de Mercado de Valores peruano, con motivo de la entrada en vigencia del nuevo reglamento de Hechos de Importancia. Para ello, en primer lugar, se describen las bases conceptuales del “Mercado de Valores”, para seguidamente, examinar y comparar los distintos sistemas jurídicos que regulan dicho mercado. Asimismo se examina la regulación de Hechos de Importancia en la legislación comparada, concluyendo finalmente con un análisis respecto de las implicancias prácticas de esta nueva regulación en el mercado.

Palabras clave: Transparencia - Asimetría - Hechos de importancia - Información reservada - Inversionistas - Securities and Exchange Commission - Autorregulación - Eficiencia

Abstract: This paper aims to analyze the peruvian Securities Market System on the occasion of the entry into force of the new regulation of Significant Events. For this, first, is described conceptual basis of “Securities Market”, to subsequently review and compare different legal systems which govern this market. As well, it is discussed the regulation of Significant Events facts through compared legislation, concluding with a discussion regarding the practical implications of this new regulation on the market.

Keywords: Transparency - Asymmetry - Significant event - Classified information - investors - Securities and Exchange Commission - self regulation - efficiency

(*) Grupo de Investigación conformado por miembros ordinarios de la Asociación Civil IUS ET VERITAS y estudiantes de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

Hechos de Importancia: “Protección al Inversionista o la búsqueda de un Mercado más Eficiente” - A propósito de la aprobación de Resolución No. 005-2014-SMV-01

Important Facts: “Investor Protection or the search of a more Efficient Market” - In relation to the approval of Resolution No. 005-2014-SMV-01

1. Introducción

En la economía mundial, no cabe duda el rol trascendental que desempeña el sistema financiero en las actividades económicas. En esta oportunidad, nos enfocaremos en analizar al Sistema de Mercado de Valores, abordando una de las últimas variaciones normativas que nuestro legislador ha implementado.

El nuevo reglamento de Hechos de Importancia es una muestra de cómo nuestro legislador está intentando fortalecer el rol del principio de transparencia y presentación de información relevante en el mercado, buscando quizás una mejor protección al inversionista y un mercado más eficiente, norma que actualmente nos coloca a la par con otros sistemas financieros más desarrollados.

Partimos de la definición de las bases del mercado de valores, estudiando el sistema americano y británico, para luego revisar nuestro marco normativo, revisando las nuevas modificaciones que implementa el nuevo reglamento. Seguidamente, realizaremos el análisis comparativo de la definición de los hechos de importancia, los plazos para la presentación de la información relevante en el mercado y la calificación de la información reservada. Por último abordaremos el ámbito práctico y las consecuencias que trae consigo esta importante reforma.

2. Bases del Sistema del Mercado de Valores

Para comenzar a describir las bases del Sistema del Mercado de Valores, es necesario realizar una aproximación a su concepto. En un sentido amplio, el mercado de valores puede definirse como el espacio o lugar donde se encuentran, tanto compradores como vendedores en tratos comerciales, ya sea por intermedio de agentes o ya sea de manera directa⁽¹⁾.

También puede definirse al mercado de valores como el lugar que engloba el conjunto de transacciones sobre instrumentos

representativos de valores, disponibles y negociables, que pueden ser objeto de comercialización⁽²⁾.

Para Payet, el término *mercado de valores* abarca tanto los mercados para la distribución de nuevos valores al público (mercado primario) como a los mercados para la negociación de valores ya emitidos (mercado secundario)⁽³⁾.

El mercado de valores podría considerarse, por tanto, como una fuente alternativa de inversión y de financiamiento, por medio del cual concurren tanto agentes superavitarios como agentes deficitarios en búsqueda de satisfacer sus necesidades de financiamiento, en caso se requiera capital para iniciar una nueva línea de negocio, o de inversión, en caso se opte por invertir en un proyecto, debido a que el mercado le resulta más rentable que guardar el dinero en el banco.

Es importante hacer referencia a la intermediación financiera, la cual puede darse de manera directa, cuando es realizada a través del mercado de valores o indirecta cuando se realiza por medio de una institución del Sistema Financiero. En esta oportunidad solo haremos referencia a la intermediación directa.

En la intermediación financiera directa, el agente deficitario entra en contacto directamente con el agente superavitario con el propósito, en la mayoría de los casos, de buscar el financiamiento de un nuevo proyecto de inversión o para buscar una reestructuración de sus pasivos a largo plazo. Es decir, encontramos a una empresa (que tendrá el

(1) SERRA PUENTE-ARANO, Gerardo. *La regulación en el mercado de valores*. En: *Themis*. 2da. época. No. 40.

(2) Diccionario Financiero Español, Edición 2009.

(3) PAYET, Jose Antonio. *El mercado de valores y la protección de los inversionistas*. En: IUS ET VERITAS. No. 12. Lima: 1995.



Julio Pareja Palomino, Nicolás Valverde Casas y Paulo César Isla Rodríguez

nombre de Emisor), carente de recursos para satisfacer sus necesidades de financiamiento, que sale al mercado emitiendo activos financieros con el propósito de encontrar capital en el público. En contraposición podemos encontrar a una persona natural o jurídica (participe), que a razón de encontrar mayor rentabilidad decide colocar sus recursos excedentes en aquellos proyectos de inversión ofertados por el Emisor en el mercado de valores.

El Emisor, quien en esta figura es el agente deficitario, posee dos alternativas de financiamiento vía la intermediación directa: (i) la apertura de su patrimonio (emisión de acciones); o, (ii) la emisión de deudas (emisión de bonos o papeles comerciales⁽⁴⁾). Por lo tanto, es una característica de la intermediación directa que el participe, quien es el agente superavitario, asuma directamente el riesgo que implica otorgar sus recursos al agente deficitario.

La regulación del mercado de valores, por lo tanto, tiene como finalidad garantizar la eficiencia de los mercados de valores garantizando su buen funcionamiento⁽⁵⁾. El derecho busca garantizar la estabilidad y la confianza de los participantes (inversores) para que puedan desarrollar eficazmente su función de herramienta de financiación de los emisores.

El mercado muestra una pronunciada asimetría de información por parte del emisor sobre los participantes del mercado, es por ello que el mercado debe basar su regulación en el Principio de Transparencia como mecanismo idóneo para generar confianza a los inversionistas en el mercado. Por ello, decidir comprar o vender un valor mobiliario requiere información confiable sobre asuntos tales como la condición financiera del emisor, sus productos, su administración; es con esta información que los participantes podrán intentar hacer un estimado razonable sobre el valor presente del paquete de derechos que la propiedad de un valor confiere⁽⁶⁾.

2.1. Transparencia en el Mercado de Valores y el mercado eficiente

Como ya lo hemos señalado en el mercado de valores quien asume todo el riesgo de la operación es el agente superavitario; entonces la transparencia persigue que estos tengan la tranquilidad de saber que los únicos riesgos que están asumiendo son los que resultan de su propia decisión. Esto solo se llega a conseguir previo análisis de la información disponible en el mercado, en relación a la operación que se pretende realizar⁽⁷⁾.

Por lo tanto, la transparencia es un elemento esencial en la eficiencia de los mercados a través de la formación óptima de los precios⁽⁸⁾. Un mercado eficiente es aquél en el que la integración de un gran número de compradores y vendedores da como resultado precios que reflejan toda la información disponible. Jones considera que un mercado eficiente es aquél donde los precios de los valores reflejan rápida y completamente toda la información disponible⁽⁹⁾.

Es por ello, y siguiendo en esto a Serra Puente-Arnanó⁽¹⁰⁾, la eficiencia del mercado se puede graduar desde el más bajo al más alto nivel de eficiencia. Por lo que podemos hablar de hipótesis de los mercados de valores eficientes, distinguiéndose tres versiones o formas:

- a) La versión débil, en la cual los precios actuales reflejan el precio histórico y los datos de ganancias del pasado;

(4) ALIAGA CAZORLA, López y Lorenzo SOUSA DEBARBIERI. *Banca de inversión en el Perú*. Universidad de Piura, 1996; p. 79.

(5) SALINAS ADELANTADO, Carlos. *Desregulación y Neoregulación en el Mercado de Valores*. En: *Revista de Derecho Mercantil*. No. 224. Madrid; p. 751.

(6) PAYET, José Antonio. *Razones para regular el mercado de valores*. En: *Themis*. 2da. época. No. 93. Lima: p. 96.

(7) VERCHIK, Ana. *Mercado de Capitales*. Buenos Aires: Macchi, 1993; p. 156.

(8) SERRA PUENTE-ARANO, Gerardo. *Óp. cit.*; p. 12.

(9) JONES, Charles P. *Investments. Analysis and Management*. John Wiley & Sons. INC, 1994; p.624.

(10) SERRA PUENTE-ARANO, Gerardo. *Óp. cit.*; p. 14.

Hechos de Importancia: “Protección al Inversionista o la búsqueda de un Mercado más Eficiente” - A propósito de la aprobación de Resolución No. 005-2014-SMV-01

Important Facts: “Investor Protection or the search of a more Efficient Market” - In relation to the approval of Resolution No. 005-2014-SMV-01

- b) La versión semi-fuerte, que corresponde a un mayor nivel de eficiencia, en el cual los precios ya no solo incorporan el precio pasado, sino que además reflejan toda la información pública y disponible, como ganancias, dividendos, desarrollo de nuevos productos, dificultades de financiación, entre otros.
- c) La versión fuerte, corresponde al más alto nivel de la eficiencia, en el cual los precios reflejan completamente toda la información pública o no pública.

Esto no quiere decir que todos los tipos de mercado cuenten con todos los niveles de eficiencia antes señalados, esto depende en gran medida y se encuentran relacionados los sistemas de difusión de información y análisis de la información, de manera que los menores costos de acceder y procesar la información están asociados con mayores niveles de eficiencia del mercado⁽¹¹⁾.

Además, y siguiendo a Payet⁽¹²⁾, la regulación del mercado debe regirse por los siguientes principios básicos:

- a) Permitir el libre acceso al mercado de inversionistas y emisores.
- b) Garantizar el libre acceso a la información relevante a un bajo costo.
- c) Sancionar las prácticas fraudulentas.

Es por ello que no es muy común que mercados se encuentren en la versión fuerte debido a que el acceso a la información privilegiada de un emisor tiene un costo muy elevado para los partícipes. En cambio, la versión semi-fuerte es la más común debido a que la información pública es accesible a un costo reducido. Dada la asimetría existente en la información disponible para los distintos agentes, reducir los costos de transacción implica facilitar dicho acceso por parte de los inversionistas.

2.2. Modelos de regulación de los Mercados de Valores

La base de construcción de la regulación de los mercados de valores se fundamenta en: (i) aquella regulación que emana del Estado; y, (ii) la autorregulación.

La regulación en sentido estricto, la que emana del Estado, se caracteriza por la existencia de un órgano especial con facultad reglamentaria, que podemos definirla como una regulación heterónoma. Por otro lado, cuando nos referimos a la autorregulación es aquella representada por un conjunto de normas emanadas de una serie de organizaciones de autorregulación, formadas por los propios operadores del mercado, como son las bolsas de valores⁽¹³⁾.

A continuación, vamos a proceder a realizar una pequeña revisión de estos dos sistemas y analizar cuáles son sus influencias en la regulación, por último analizaremos cual es el sistema que han optado nuestros legisladores para normar nuestro mercado de valores.

2.2.1. Sistema Norteamericano

El Sistema Americano ha optado, desde 1929 (luego del *Crack*) por la regulación estatal antes descrita. Se encuentra compuesta por una norma con rango de Ley y disposiciones reglamentarias emanadas de un órgano especial basándose en el principio de la transparencia.

Luego del *Crack*, se dictó la *Securities Act* de 1933, la cual tiene como objeto regular la oferta pública de valores sobre la base de un registro federal al que se presenta una solicitud de registro con la información completa sobre el emisor y el valor; asimismo, para 1934 se dictó la *Securities Exchange Act* que regula la negociación de valores ya emitidos y crea la *Securities and Exchange Commission* (en adelante, SEC).

Esta regulación se encuentra basada en la filosofía de la *disclosure* (revelación o divulgación de información), es decir, “la

(11) GILSON y KRAAKMAN. *The Mechanisms of Market Efficiency*. 70 Va. L. Rev. 549, 1984.

(12) PAYET, Jose Antonio. *El mercado de valores y la protección de los inversionistas*. *Óp. cit.*; p. 71.

(13) SERRA PUENTE-ARANO, Gerardo. *Óp. cit.*; p. 15.



Julio Pareja Palomino, Nicolás Valverde Casas y Paulo César Isla Rodríguez

convicción de que la mejor forma de proteger al inversor es que esté suficientemente informado de la operación que quiere realizar⁽¹⁴⁾.

La divulgación de información es el centro del sistema para conseguir un mercado eficiente, en los términos antes señalados, y también como protección de los inversionistas en la toma de sus decisiones. Se debe dejar en claro que la divulgación de la información no tiene como propósito garantizarle al inversionista el éxito de su operación (obtención de un rédito) sino que éste conozca cual es efectivamente la situación del valor y del emisor en un contexto de transparencia.

El papel que tiene la SEC se da como un mecanismo centralizado de toda aquella información que están obligados a presentar los emisores que deseen acudir a la oferta pública primaria de valores o las empresas que listen en bolsa y es responsable de la protección del inversionista, además recibe el cargo de preservar al mercado de valores de prácticas fraudulentas o deshonestas para lo cual se le han asignado amplias facultades reglamentarias, investigadoras y sancionatorias⁽¹⁵⁾.

Que la regulación americana tenga una gran influencia estatal no implica que la autorregulación no se encuentre permitida. En América hay una serie de organizaciones de autorregulación (*self regulation organizations*), dentro de las que destacan es la Bolsa de Valores de New York (*New York Stock Exchange*; en adelante, NYSE). Entidades como la Bolsa de New York tienen un extenso número de reglas que resultan de obligatorias para sus miembros⁽¹⁶⁾. Dichas regulaciones se encuentran igual supeditadas a la norma de carácter general.

Siguiendo a Salinas, la estructura regulatoria norteamericana tiene un esquema piramidal. En la base de la pirámide encontramos a dos Leyes Principales: (i) *Securities Act* de 1933; y, (ii) *Securities Exchange Act* de 1934; luego a la SEC y por último una serie de *self regulation organizations*⁽¹⁷⁾.

2.2.2. Sistema Británico

A comparación del sistema americano, la regulación del mercado de valores en Gran Bretaña se basa en la autorregulación, que debe ser entendida como la capacidad que tienen los sujetos integrantes del mercado de normarse a sí mismos y a otros partícipes respecto a su actividad, solución de controversias y normas de conducta.

Para 1988, en Gran Bretaña se crea la *Securities and Investment Board* (SIB), como el órgano que controla el mercado. La SIB reconoció a cinco organizaciones de autorregulación a las cuales toda persona, ya sea natural o jurídica, debe de pertenecer para participar del mercado⁽¹⁸⁾.

El mercado se desarrolla en función de las cinco organizaciones de autorregulación, quienes a su vez se encuentran controlada por la SIB, es por ello que en palabras de Serra Puente-Arnan, el sistema británico es un sistema de vigilancia de segundo grado⁽¹⁹⁾. Las cinco *Self Regulating Organisations* (SROs), que son las organizaciones de autorregulación, emiten normas de autorregulación (*rule books*) que se caracterizan por regular las actividades de los intermediarios y los mercados de manera extensa y con minuciosidad, las mismas que se encuentran limitadas por las reglas del SIB⁽²⁰⁾.

Este modelo se encuentra basado en un esquema de pirámide invertida, donde la autorregulación tiene un papel fundamental, siendo la base del sistema los propios operadores y dejan un papel residual a la intervención estatal a cargo de la SIB⁽²¹⁾.

(14) SALINAS ADELANTADO, Carlos. *Óp. cit.*; p. 717.

(15) SERRA PUENTE-ARANO, Gerardo. *Óp. cit.*; p. 20.

(16) ANDERSEN, Arthur. *Comentarios acerca de la autorregulación bursátil*. Lima: 1997; p. 14.

(17) SALINAS ADELANTADO, Carlos. *Óp. cit.*; p. 744.

(18) ANDERSEN, Arthur. *Óp. cit.*; p. 17.

(19) SERRA PUENTE-ARANO, Gerardo. *Óp. cit.*; p. 21.

(20) SALINAS ADELANTADO, Carlos. *Óp. cit.*; p. 743.

(21) SALINAS ADELANTADO, Carlos. *Idem.*; p. 748.

Hechos de Importancia: “Protección al Inversionista o la búsqueda de un Mercado más Eficiente” - A propósito de la aprobación de Resolución No. 005-2014-SMV-01

Important Facts: “Investor Protection or the search of a more Efficient Market” - In relation to the approval of Resolution No. 005-2014-SMV-01

2.2.3. Sistema Peruano

Mediante la promulgación de la Ley 17020, del veintiocho de mayo de 1968, se implementaron varias modificaciones a la regulación del mercado de valores en nuestro país, entre ellas fue la creación de la Comisión Nacional de Valores como órgano de ordenamiento, reglamentación y de la supervigilancia del mercado de valores, y de la bolsa de valores.

Dicha disposición hizo que nuestra regulación sobre el mercado de valores, al igual que otros modelos extranjeros, se asemeje al sistema americano de un esquema piramidal donde la base de todo es el control emanado por el órgano especial, en nuestro caso actualmente la Superintendencia del Mercado de Valores⁽²²⁾ (en adelante, SMV).

Para 1980, se produjeron diversas reformas en nuestra regulación, sin embargo estas aun no incluían un concepto avanzado de transparencia⁽²³⁾, que involucrara normas de presentación de información como mecanismo de protección a los participantes.

Para la década de los noventa, nuestra regulación volvió a sufrir una reforma sustancial. Con el Decreto Legislativo 755, la antigua Ley del Mercado de Valores implementó un marco más moderno en materia de regulación, convirtiéndose en una Ley principal, rectora y global del mercado de valores peruano. Asimismo, definió las facultades que tenía la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (en adelante, CONASEV), la definición de lo que es un valor mobiliario, la oferta pública primaria, la oferta pública secundaria, entre otras.

Actualmente, la regulación del mercado de valores se rige a través del Decreto Supremo 093-2002-EF que aprueba el Texto Único Ordenado (en adelante, TUO) de la Ley del Mercado de Valores. El TUO del mercado de valores asegura un mayor grado de transparencia y seguridad en el mercado.

El concepto de transparencia se encuentra como un elemento central en la eficiencia de los mercados de valores y protección

al inversionista a través de las siguientes disposiciones:

- a) La finalidad de la Ley es la de promover el desarrollo ordenado y la *transparencia* del mercado de valores brindándole una protección al inversionista.
- b) El Título II respecto a la transparencia del mercado establece que toda la información que deba ser presentada al mercado deberá ser veraz, suficiente y oportuna.
- c) Queda prohibido todo acto, omisión, práctica o conducta que atente contra la integridad o transparencia del mercado, tales como:
 - c.1. Proporcionar señales falsas o engañosas respecto a la oferta o demanda de un valor.
 - c.2. La manipulación de precios a través de transacciones ficticias⁽²⁴⁾.
 - c.3. Efectuar transacciones o inducir a la compra o venta de valores o instrumentos financieros por medio de cualquier acto, práctica o mecanismo engañoso o fraudulento.
 - c.4. Brindar información falsa o engañosa respecto de la situación del emisor, el valor o instrumento a negociar.

Como ya se ha mencionado, para que una persona natural o jurídica participe en el mercado, ésta deberá inscribir, en el Registro Público de Mercado de Valores, el valor a negociar. Producto de esta inscripción, el sujeto se somete a toda la regulación del mercado de valores donde se incluye la revelación de información.

Es así que nuestra regulación establece, el artículo 28 del TUO, que la inscripción en el Registro acarrea para su emisor la obligación

(22) De conformidad con el artículo 1 de la Ley 29782. Publicada el 28 julio de 2011. Se sustituye la denominación de Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores por la de Superintendencia del Mercado de Valores .

(23) SERRA PUENTE-ARANO, Gerardo. *Óp. cit.*; p.33.



Julio Pareja Palomino, Nicolás Valverde Casas y Paulo César Isla Rodríguez

de informar a la SMV de los hechos de importancia, incluyendo las negociaciones en curso, sobre sí mismo, el valor y la oferta que de éste se haga, así como la de divulgar tales hechos en forma veraz, suficiente y oportuna. Dicha información deberá estar a disposición de la SMV y divulgadas al mercado tan pronto como ocurra el hecho o que el emisor tome conocimiento del mismo.

En el siguiente capítulo, analizaremos la figura de los “Hechos de Importancia” en la legislación comparada, a partir de tres ejes importantes: (i) qué tipo de definición se maneja en cada regulación; (ii) los plazos aplicables para informar al mercado; y, (iii) si existe alguna definición sobre información reservada.

Asimismo, revisaremos como nuestra sistema tenía regulada la figura de hechos de importancia en la Resolución CONASEV No. 107-2002-EF-94.10 y cuales han sido sus cambios respecto a la reglamentación vigente⁽²⁵⁾ desde el primero de julio de 2014.

3. Hechos de importancia en el ordenamiento jurídico peruano

3.1. Regulación de hechos de importancia en la legislación comparada

Para poder analizar la figura de los hechos de importancia, debemos de identificar cual ha sido la regulación en otros países respecto a esta figura. A continuación, en las líneas siguientes se procederá a desarrollar las normativas implementadas en Chile, Colombia, México, Estados Unidos, y España, con el fin (a modo de comparación) de lograr una mejor apreciación de la eficiencia de la nueva regulación en el Perú.

3.1.1. Definición de hechos de importancia

En lo que respecta a la definición de hechos de importancia, para España, son aquellos que contienen *información*

relevante que puedan afectar de manera razonable a un inversor en la adquisición o transmisión de valores o instrumentos financieros. Así, algunos criterios para dicha calificación son la valoración de la magnitud del hecho, la importancia de la información y el historial de relevancia de información similar⁽²⁶⁾.

Por su parte, para Chile, serán hechos de importancia los que contengan *información esencial* que un hombre juicioso consideraría importante en la toma de decisiones sobre aquellas inversiones que pueda llegar a realizar. Podrían entonces encuadrarse dentro de esta calificación aquella información o hechos que afecten de manera significativa los activos y obligaciones de la entidad; así como el rendimiento de sus negocios; y la situación financiera⁽²⁷⁾.

Por otro lado, en lo que se refiere a la regulación colombiana se consideran hechos de importancia toda *situación relacionada con el emisor o la emisión de valores* que habría sido tenida en cuenta por un *experto prudente y diligente* al comprar, vender o conservar los valores del emisor o el momento de ejercer los derechos políticos inherentes a tales valores⁽²⁸⁾.

Así también, la Ley de Mercado de Valores de México considera a los hechos de importancia como *eventos relevantes* que influyan o puedan influir en los precios de los valores inscritos⁽²⁹⁾.

(24) De conformidad con lo dispuesto en el artículo 12 del TUO de Mercado de Valores establece que se consideran como transacciones ficticias aquellas en las cuales no se produce una real transferencia de valores o instrumentos financieros, de los derechos sobre ellos u otras semejantes; o aquellas en las que, aun habiendo una transferencia efectiva de valores o instrumentos financieros, no se produce el pago de la contraprestación.

(25) Resolución SMV No. 005-2014-SMV-01; publicada el 17 de marzo de 2014.

(26) Ley 24/1998 - Ley del Mercado de Valores de España. Artículo 82.1.

(27) Ley 18.045 - Ley de Mercado de Valores de Chile. Artículo 9.

(28) Decreto 2555, Colombia, del 15 de Julio de 2010 o Decreto Único - Artículo 1.1.2.18.

(29) Ley del Mercado de Valores de México - Artículo 25.

Hechos de Importancia: “Protección al Inversionista o la búsqueda de un Mercado más Eficiente” - A propósito de la aprobación de Resolución No. 005-2014-SMV-01

Important Facts: “Investor Protection or the search of a more Efficient Market” - In relation to the approval of Resolution No. 005-2014-SMV-01

Por último, la regulación de los Estados Unidos establece que los hechos de importancia son aquellos reportes anuales, información y documentación que sean *necesarias o apropiadas para la adecuada protección de los inversionistas* y para asegurar una negociación de valores justas⁽³⁰⁾.

3.1.2. Plazos aplicables en la normativa

En España, existe la obligación por parte de los emisores de valores, de presentar toda la *información relevante* de manera *inmediata* al momento de la generación del mismo. Se indica también que la comunicación a la Comisión Nacional de Mercado de Valores deberá realizarse de manera simultánea a la difusión por cualquier otro medio, apenas sea conocido dicho hecho⁽³¹⁾.

En referencia a Chile, las sociedades deberán hacer de conocimiento público los hechos o *información esencial* al momento en que se produzcan; y los acuerdos de Directorio sobre hechos reservados deberán ser comunicados a la Superintendencia al día hábil siguiente al de la adopción del acuerdo⁽³²⁾.

Con relación a los plazos establecidos por Colombia, la información relevante debe ser informada *inmediatamente se haya producido la situación o una vez el emisor haya tenido conocimiento de esta*. Cabe resaltar que la publicación debe ser divulgada a través de la página web de la Superintendencia Financiera de Colombia⁽³³⁾.

En relación a México, las emisoras están obligadas a revelar, la información, a través de la bolsa en la que se listen sus valores, para su difusión inmediata al público en los términos y condiciones que establece la misma. Asimismo, para poder diferir la divulgación de algún hecho relevante se debe cumplir ciertos requisitos establecidos por la norma⁽³⁴⁾.

Así también, en Estados Unidos la información debe ser informada a través del Formulario 8K, el cual debe ser presentado en la medida de lo posible en el momento de la ocurrencia de los eventos considerados por esta legislación como hechos de importancia. Sin embargo, la norma resalta que este informe debe ser presentado como máximo dentro de los cuatro días hábiles siguientes a la ocurrencia del evento⁽³⁵⁾.

3.1.3. Información reservada

En el caso de España, se precisa que el emisor bajo su propia responsabilidad, podría retrasar la publicación y difusión de la *información relevante*, siempre que considere que dicha información *perjudica sus intereses*, sea garantizada confidencial y que la omisión de presentación al público no genere confusión al mismo⁽³⁶⁾.

Ahora bien, para Chile, la información reservada tendrá como característica que su publicación pueda *afectar el interés social*, por lo que se establece que con las tres cuartas partes de los directores en ejercicio, o con la aprobación de la administración de la entidad en caso de entidades no administradas por un directorio; se podrá otorgar el carácter de reservado a ciertos hechos o antecedentes⁽³⁷⁾.

Por otro lado, la legislación colombiana establece que las entidades emisoras puedan solicitar que no se publique un acto o hecho

(30) Ley de Bolsas de Valores de 1934 (*Securities Exchange Act 1934*). Sección 13.

(31) Ley 24/1998 - Ley del Mercado de Valores España. Artículo 82.3.

(32) Circular No. 988 Chile

(33) Artículo 1.1.2.19. Resolución No. 400 de 1995 Adicionado por el artículo 1 del Decreto 3139 de 2006. Artículo 5.2.4.1.6 Colombia

(34) Ley del Mercado de Valores de México. Artículo 105.

(35) Formulario 8K, Estados Unidos.

(36) Ley 24/1998 - Ley del Mercado de Valores España. Artículo 82.4.

(37) NGG 30. Artículo 2.2.B, España.



Julio Pareja Palomino, Nicolás Valverde Casas y Paulo César Isla Rodríguez

siempre que existan razones claras para suponer que con dicha publicación si causara un perjuicio innecesario a los inversionistas o se pondría en peligro la estabilidad del mercado público de valores⁽³⁸⁾.

3.2. Análisis comparativo del marco regulatorio anterior y actual de los Hechos de Importancia

La nueva regulación de los hechos de importancia tiene como premisas esenciales generar una mejor regulación y favorecer el desarrollo y desenvolvimiento del Mercado de Valores, de modo que se garantice la protección de los inversionistas y se promueva la eficiencia y transparencia en los mismos. En dicho sentido, se establecen nuevas reglas obligatorias para los emisores de información, tal como se procederán a describir a continuación.

3.2.1. Con relación a la Definición

a) Definición de Hechos de Importancia basada en la capacidad de ejercer influencia significativa en los inversionistas o en el mercado.

Uno de los principales alcances de la nueva regulación de la información relevante, indica una referencia expresa a la trascendencia y determinación en la toma de decisiones a partir del conocimiento de los hechos de importancia. Así en la nueva normativa, de acuerdo al artículo tres, se precisan los aspectos sobre los que se deben caracterizar los actos, decisiones, acuerdos, hechos, negociaciones en curso o información referida al Emisor para que puedan ser considerados como Hechos de Importancia.

Siguiendo con este desarrollo de ideas, un hecho de importancia será considerado como tal cuando pueda influir significativamente en los siguientes aspectos:

- a.1. La decisión de un inversionista sensato para comprar, vender o conservar un valor; y,
- a.2. La liquidez, el precio o la cotización de los valores emitidos.

Todo ello aunado a la comprensión de la información del grupo económico que conozca el Emisor, o que tenga las facultades de conocer razonablemente⁽³⁹⁾.

Así, en relación a la definición propuesta en el anterior reglamento, destaca el rasgo de la significación. Según el Diccionario de la Real Academia de la Lengua Española, dicho término implica la representación, valor o importancia con el que se pueda calificar un determinado asunto. En ese sentido, los hechos de importancia dentro del nuevo reglamento serán aquellos que no solo afecten a las decisiones, hechos, acuerdos, determinaciones del precio u oferta e información para formar una opinión respecto de un hecho económico en específico; sino que lo hagan de manera que estos puedan generar o producir un resultado determinado distinto con el conocimiento de los mismos⁽⁴⁰⁾.

b) Un listado enunciativo simplificado de treinta y siete hechos de importancia prevaleciendo la obligación de informar ante una situación de duda del emisor.

Otra modificación importante realizada fue la de determinar de manera enunciativa un listado de treinta y siete acuerdos, hechos, actos o decisiones considerados como hechos de importancia. De esta manera, se reduce notablemente los que eran considerados hechos de importancia en el antiguo reglamento; permitiendo así una reducción de costos a partir de una mejor sistematización.

(38) Resolución No. 400 de 1995. Artículo 1.1.3.4 Modificado. Resolución No. 932 de 2001, artículo 1. *Información eventual*. México.

(39) Resolución SMV 005-2014-SMV-01; publicada el 17 de marzo de 2014. Artículo 3.

(40) *Ídem*.

Hechos de Importancia: “Protección al Inversionista o la búsqueda de un Mercado más Eficiente” - A propósito de la aprobación de Resolución No. 005-2014-SMV-01

Important Facts: “Investor Protection or the search of a more Efficient Market” - In relation to the approval of Resolution No. 005-2014-SMV-01

Entonces, se da preferencia una vez más a la eficiencia del sistema, buscando otorgar facilidades en la identificación de los hechos de importancia sobre los que los Emisores mantienen una obligación de comunicación. Este supuesto encajaría de manera idónea en el cumplimiento del principio de inmediatez que se vislumbra, junto con el principio de transparencia, como eje principal de la nueva reglamentación.

3.2.2. Con relación a los plazos

Inmediatez en la comunicación de hecho de importancia a la SMV y antes que a cualquier otro medio de difusión.

En la nueva regulación de los hechos de importancia, se aprecia de manera directa que uno de los principales cambios es la precisión y rapidez con la que se debe informar la información relevante. Así, se establece la obligación de informar la importancia del hecho de manera *inmediata* a su generación⁽⁴¹⁾. En comparación, el anterior reglamento estipulaba que los hechos de importancia debían de ser informados a la brevedad, como máximo dentro del día hábil siguiente⁽⁴²⁾.

El fundamento de dicha modificación radica en garantizar la mayor efectividad posible en la toma de decisiones, puesto que a partir del conocimiento inmediato de los hechos de importancia, se pueden tomar acuerdos (que enfocados en la lógica del dinamismo del mercado) se realicen en el momento idóneo y esperado.

Del mismo modo, se busca evitar en la medida de lo posible, el riesgo de que exista incompatibilidad y asimetría de información entre quienes conozcan los hechos de importancia y decidan realizar operaciones económicas a partir de éstos. Se espera de esta forma, que se generen condiciones semejantes en las que se pueda acceder a la información y no se produzca ningún beneficio a favor de algún agente económico.

3.2.3. Con relación a la Información reservada

A partir de la nueva reglamentación se establece que para que un hecho de importancia pueda ser considerado como información reservada; es importante, a diferencia de la normativa anterior, que dicha identificación sea fundamentada

no solo por las circunstancias de hecho, y que se exprese un plazo determinado de duración por el que la negociación en curso mantendrá el carácter de reservada⁽⁴³⁾.

Así, en relación a la primera modificación, la nueva normativa indica que no solo es suficiente explicar las causas circunstanciales sobre las que se origina el hecho cuyo contenido califica como información reservada, sino que es necesario brindar razones por las cuales dicho contenido no debería ser divulgado.

Como comentario, se podría indicar que con esta medida se persigue asegurar la transparencia del mercado, de modo que la calificación de información reservada no sea usada para fines que contravengan dicho principio. Así también, se busca evitar que se produzcan condiciones desiguales de información que afecten el normal desenvolvimiento de las actividades económicas dentro del mercado.

Por su parte, la segunda modificación está referida a la determinación de un plazo por el que el hecho o negociación, sea considerado como información reservada. Dicho cambio es importante toda vez que presenta una disposición frente a un vacío legal generado en el antiguo reglamento. En el mismo sentido, busca evitar dilaciones indebidas en la presentación de los hechos de importancia, que de no hacerlo, se generarían perjuicios en las relaciones económicas dentro del mercado.

3.3. Efectos prácticos en el Sistema de Mercado de Valores Peruano

Luego de haber desarrollado en líneas precedentes la nueva regulación de los

(41) Resolución SMV No. 005-2014-SMV-01; publicada el 17 de marzo de 2014. Artículo 9.

(42) Resolución CONASEV No. 107-2002-EF/94.10; publicada el 28 de diciembre de 2012. Artículo 7.

(43) Resolución SMV No. 005-2014-SMV-01; publicada el 17 de marzo de 2014. Artículo 9.



Julio Pareja Palomino, Nicolás Valverde Casas y Paulo César Isla Rodríguez

hechos de importancia y lo que la diferencia de la anterior regulación, procederemos a analizar los aspectos prácticos de la adecuación del nuevo reglamento en nuestro ordenamiento así como las contingencias, que las empresas emisoras deban superar.

En primer lugar, debemos tomar en consideración que existe una diversidad de empresas emisoras dentro del sistema de mercado de valores. Es así que podemos encontrar empresas con estructuras corporativas sólidas que emiten una gran cantidad de valores en el mercado e incluso ya han decidido ingresar a negociar en el mercado internacional. Pero, en contraposición, también podemos encontrar a empresas en crecimiento que quizás no soporten los nuevos estándares que la regulación está implementando.

Ahora, como bien mencionamos anteriormente, una de las modificaciones más importantes que podemos encontrar en el nuevo reglamento de hechos de importancia es la que se prevé en su artículo nueve. En efecto, el mencionado artículo detalla cuál es la oportunidad en que deben ser informados los hechos de importancia; esto es, tan pronto como haya ocurrido o tan pronto como el emisor haya tenido conocimiento del mismo. Sin embargo, esta modificación ocasiona diversas complicaciones al momento de su aplicación.

La inmediatez que exige el nuevo reglamento provoca que las empresas realicen cuatro actividades dentro de su organización: (i) modificar políticas de gestión interna; (ii) contar con un representante bursátil titular y suplente; (iii) aprobar normas internas de conducta; y, (iv) establecer mejores políticas de gobierno corporativo.

Es así que la nueva regulación podría generar diversos costos adicionales a las empresas, los cuales podrán ser asumidos por las entidades más sólidas pero podría generar desincentivos a las nuevas empresas que quieran ingresar al mercado, por lo altos costos que ello generaría.

En nuestra consideración, si bien la aplicación de la nueva norma puede traer un costo para los emisores más pequeños, esto también es posible verlo como una oportunidad. La implementación de mejores procedimientos, así como de mejores políticas de gobierno corporativo, va a ocasionar que las empresas tengan un mejor estándar a nivel internacional y así mejoren su posicionamiento en el sistema de mercado

de valores; algo que a pesar del costo, a largo plazo los va a beneficiar. Cabe resaltar que también está el riesgo de generar un efecto inverso, desalentando la inversión, provocando que no se informe determinada información y así, en vez de que tengamos más información dentro del mercado de valores, contemos con mucho menos información.

Por lo tanto, si bien las modificaciones traen consigo un costo y riesgo en lo que respecta a la aplicación de políticas internas de las empresas y un desaliento a la inversión, de igual manera ocasiona que las empresas incluyan procedimientos y normas internas que mejoren procesos y, con eso, volverlas más competitivas.

4. Conclusiones

A partir de lo expuesto queda demostrado que el principio de transparencia constituye el eje fundamental del desarrollo de las actividades económicas que se puedan realizar dentro del mercado de valores. Radica así, la importancia de este principio en la posibilidad de disminuir la asimetría de información y, por ende, generar confianza a los inversionistas en el mercado.

De esta forma, un adecuado uso de la información producirá certeza en la toma de decisiones en el mercado. A su vez, un grupo de decisiones idóneas producirán confianza y fomentarán la predictibilidad del sistema. Como consecuencia, un mercado en el que la toma de decisiones se base en la confianza, será un mercado eficiente y en el que todos los inversionistas estén interesados en participar.

Así, en referencia a la trascendencia de la información dentro del mercado de valores, la nueva reglamentación de hechos de importancia trae como novedades las siguientes:

- a) Se redefine los hechos de importancia en relación a la trascendencia y determinación

Hechos de Importancia: "Protección al Inversionista o la búsqueda de un Mercado más Eficiente" - A propósito de la aprobación de Resolución No. 005-2014-SMV-01

Important Facts: "Investor Protection or the search of a more Efficient Market" - In relation to the approval of Resolution No. 005-2014-SMV-01

de la información que está en el mercado y que permite tomar una mejor decisión al inversionista. Del mismo modo, a forma de simplificación de costos, se ha reducido la lista enunciativa de los hechos de importancia, centrándose en la información más relevante para el mercado.

- b) Se da prevalencia a la inmediatez dentro del sistema de plazos de manera que reduce la asimetría de la información, generando una mayor eficiencia en el mercado. No obstante, el que la información sea brindada de manera inmediata a la producción de la misma, podría generar altos costos en los sujetos obligados a informar para implementar las nuevas disposiciones y mayores procedimientos sancionatorios ante el incumplimiento.

A modo de recomendación, consideramos que: (i) la Superintendencia debería de implementar un periodo, que podría ser de medio año, a través del cual no se sancione a los Emisores por el no envío de información; y, (ii) permitir a los

Emisores utilizar otros medios electrónicos para trasladar la información al mercado cuando resulte complicado realizarlo a través de la vía regular.

- c) Para que una información sea catalogada como reservada será necesario brindar razones al supervisor que justifiquen tal decisión, asegurando así una transparencia en el mercado.
- d) En cuanto al plazo de la información reservada, la nueva reglamentación establece que se deberá determinar un tiempo por el cual dicha información mantenga el carácter de reservada; evitando de esta manera dilaciones indebidas en la presentación de la información al mercado.

Sin embargo, esto también podría ocasionar incentivos negativos en las entidades supervisadas de decidir no presentar esta información y la Superintendencia deberá ejecutar fiscalizaciones de las cuales no se encuentra actualmente en capacidad de realizarlas.

Por lo tanto, consideramos que la nueva reglamentación es positiva porque nos posiciona en un mejor estándar equiparable con mercados internacionales que conllevará a tener entidades más sólidas como estructuras corporativas y más confianza en los partícipes para invertir, generando beneficios para la economía del Estado. 