



BOLETÍN INFORMATIVO

No. 007

Bogotá D.C., enero 18 de 2021

02. NORMAS SOBRE EL MERCADO DE VALORES Y DEL SECTOR FINANCIERO

Por considerarlo de interés, les informamos que el Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia - AMV publicó el Documento de Investigación No. 20 en relación con los estándares de revelación de información de los Sistemas de Negociación y Registro.

Dentro del documento se aborda el tema de la revelación de información de los Sistemas de Negociación y Registro con el fin de promover la integridad del mercado y velar por la protección de los inversionistas a partir de:

- i) El análisis de los estándares de revelación de información por parte de los sistemas de negociación y registro locales;
- ii) la revisión de las prácticas de jurisdicciones extranjeras; y
- iii) la conveniencia de modificar el estándar de transparencia para el suministro de información de las operaciones por parte de los sistemas hacia el público y afiliados.

Adjuntamos el Documento de Investigación en mención.



DOCUMENTO DE INVESTIGACIÓN No. 20

Estándares de revelación de información de los Sistemas de Negociación y Registro
12 de enero de 2021



Presidencia

Michel Janna Gandur

Presidente

Vicepresidencia de Desarrollo de Mercados

Sandra Milena Benitez Celis

Vicepresidente

Gerencia de Regulación

Jhonatan Villalobos Pérez

Gerente

Érika Johana Díaz Tinoco

Nelssso David Cifuentes Castelblanco

Ingrith Julieth Vargas Piñeros

Tabla de contenido

1. Introducción	4
2. Concepto de Transparencia	5
2.1 Estándares de transparencia en otras jurisdicciones	7
2.1.1 Europa	7
2.1.2 Estados Unidos	8
2.1.3 Canadá	9
2.1.4 Chile	10
2.1.5 México	10
3. Estándar de revelación de los sistemas de negociación y registro para el mercado colombiano	13
3.1. Renta Variable	13
3.2. Renta Fija	14
3.3. Mercado Cambiario	17
4. Propuesta para la elevación de estándares	18
4.1 Mercado de Renta Variable	19
4.2 Mercado de Renta Fija	19
4.3 Mercado Cambiario	22
5. Conclusiones	24
Bibliografía	25

1. Introducción

La información es uno de los activos más importantes y valiosos en los mercados. Contar con estándares de revelación de información adecuados permiten: i) el aumento de la confianza de los participantes; ii) la toma de decisiones mejor informados por parte de los inversionistas; y, iii) coadyuvar a la protección de estos.

Proveer información clara, oportuna y relevante a los diferentes agentes que participan en los mercados financieros, contribuye al adecuado funcionamiento de estos últimos. Los proveedores de infraestructura, y en especial los sistemas de negociación y registro, juegan un papel fundamental en este propósito ya que generalmente se encargan de divulgar al público, a sus afiliados, a las autoridades y a otros proveedores de infraestructura, la información requerida. Esto último, teniendo en cuenta las necesidades de los diferentes grupos de interés y de acuerdo con lo establecido en la normatividad.

Teniendo en cuenta que la transparencia, entendida como la suficiencia y oportunidad de acceso a la información, contribuye a la liquidez, formación de precios e integridad del mercado, resulta apropiado analizar los estándares de transparencia hacia el mercado por parte de los sistemas de negociación y registro. Al respecto, en Colombia, existen altos estándares de registro de información sobre las operaciones de intermediación, sin embargo, es oportuno revisar las prácticas de revelación de información al mercado por parte de los sistemas.

Por esta razón, al interior de los comités de industria de AMV se abordó el tema teniendo como premisas promover la integridad del mercado y velar por la protección de los inversionistas a partir de: (i) el análisis de los estándares de revelación de información por parte de los sistemas de negociación y registro locales; (ii) la revisión de las prácticas de jurisdicciones extranjeras; y (iii) la conveniencia de modificar el estándar de transparencia para el suministro de información de las operaciones por parte de los sistemas hacia el público y afiliados. En este contexto, este documento desarrolla los aspectos enunciados previamente con el objetivo de fomentar el desarrollo de un mercado de capitales más sólido e integral por medio de altos niveles de transparencia.

Este documento de investigación se divide en cinco secciones, incluida esta introducción. La segunda sección desarrolla qué se entiende por transparencia y los estándares de revelación de información en otras jurisdicciones. En la tercera sección se realiza una revisión y análisis de los estándares de transparencia en los mercados locales (de renta variable, valores y divisas). Posteriormente, se presenta una serie de propuestas u oportunidades identificadas en cada mercado para elevar el estándar de revelación de información en Colombia. Finalmente, en la quinta y última sección se formulan las conclusiones de este trabajo.

2. Concepto de Transparencia

De acuerdo con International Organization of Securities Commissions (IOSCO)¹, uno de los objetivos de la regulación es garantizar mercados justos, eficientes y transparentes. En este sentido, la regulación que cada jurisdicción establece debe propender por promover la **transparencia** en los mercados y en las operaciones que allí se realizan² de tal manera que los participantes puedan acceder a los mercados y a la información allí generada de manera justa.

IOSCO define la **transparencia** como el grado de información que se pone a disposición del público sobre las operaciones realizadas en los mercados y la oportunidad con que esta información es divulgada a los diferentes grupos de interés. Adicionalmente, resalta que, en un mercado eficiente, la transparencia en la publicación de información contribuye a la correcta formación de precios y a la liquidez del mercado³.

La información divulgada sobre las operaciones realizadas en los mercados se puede dividir en dos categorías. La primera, tiene relación con la información **pre-negociación** que se refiere a la publicación de las ofertas y las demandas en firme que se ingresan en los sistemas de negociación y refleja los precios a los cuales los afiliados a dichos sistemas están dispuestos a negociar un activo. La segunda categoría es la información **post-negociación** que muestra las condiciones a las cuales se han cerrado las operaciones.

Si bien la regulación debe propender por los más altos niveles de transparencia que permitan brindar información relevante para la toma de decisiones, también debe lograr un equilibrio para que el exceso de divulgación de información no afecte el correcto funcionamiento de los mercados. En este sentido, IOSCO señala que para la definición de normas de transparencia es conveniente que los reguladores tengan en cuenta no solo los intereses de los diferentes tipos de participantes, sino también, las características, estructura de cada mercado y una evaluación de los efectos que puede tener sobre la liquidez un exceso de revelación de información⁴.

Teniendo en cuenta que los proveedores de infraestructura cumplen un papel fundamental en la divulgación de información al mercado, el *Bank for International Settlements* (BIS) publicó en conjunto con IOSCO los "Principios para las infraestructuras de los mercados financieros". Estos principios resaltan que los proveedores de infraestructura deben contar con reglas y procedimientos claros que permitan realizar la divulgación de información de manera oportuna. De esta manera, la información que suministran contribuye a garantizar que se brinde información relevante y precisa a los participantes del mercado, a las autoridades competentes y al público en general en función de las necesidades que tiene cada grupo y en línea con el marco normativo.

¹ IOSCO es el organismo internacional que reúne a los reguladores de valores del mundo. En la totalidad de sus miembros, se encuentran más del 95% de los mercados de valores globales en más de 115 jurisdicciones. IOSCO desarrolla, implementa y promueve el cumplimiento de estándares reconocidos internacionalmente para la regulación de valores.

² IOSCO (2017). *Objectives and Principles of Securities Regulation*. Principio 35.

³ IOSCO (2017). *Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities*.

⁴ Ibídem.

Asimismo, el Committee on Payments and Market Infrastructures (CPMI) resaltó que las infraestructuras del mercado deben revelar como mínimo los datos básicos sobre los volúmenes y precios de las operaciones, contar con sistemas de información sólidos para el manejo de la información y proporcionarla en formatos que permitan analizarla fácilmente⁵.

Adicionalmente, en mercados de naturaleza menos regulada se han tenido aproximaciones similares. En particular, el Global Foreign Exchange Committee (GFXC)⁶ en los años recientes ha destacado el papel de la revelación de información en el mercado global de divisas y, en línea con los principios de IOSCO, resalta que la transparencia y la divulgación de información brinda a los participantes del mercado la oportunidad de tomar decisiones informadas. En este sentido, el GFXC sugiere que se deben considerar cuatro elementos principales en relación con la divulgación de información⁷:

- **Contenido:** La información proporcionada debe ser útil y relevante para los participantes del mercado.
- **Acceso:** La información debe estar disponible, ser fácil de encontrar y de comparar.
- **Claridad:** Debe usarse un lenguaje claro y conciso.
- **Revisión:** Es conveniente realizar un análisis periódico sobre la información revelada e informar a los participantes en caso de implementar algún cambio.

Además, de acuerdo con el Banco de Canadá el grado de transparencia puede diferir entre los diferentes mercados según la estructura, la naturaleza de los instrumentos negociados, las relaciones o interacciones entre los participantes del mercado y las normas establecidas en cada jurisdicción. Así las cosas, es importante considerar que en una misma jurisdicción diferentes mercados pueden tener estándares de revelación diferentes⁸. Igualmente, dicha entidad indica que un exceso de transparencia puede afectar la liquidez de ciertos mercados que, al divulgar la información de las operaciones demasiado rápido, afectan su ejecución y es posible que coloquen en situación de vulnerabilidad o expongan a riesgos a los intermediarios que las ejecuten.

En resumen, los proveedores de infraestructura, y en especial, los sistemas de negociación y registro desempeñan un rol fundamental al facilitar y divulgar la información de manera transparente a los mercados y a los diferentes agentes que actúan en estos. Un estándar de transparencia adecuado permite que los mercados operen de manera eficiente y, por ende, facilita una mejor formación de precios. Igualmente, contribuye al aumento de la confianza

⁵ CPMI (2012). *Principles for Financial Market Infrastructures*. Principio 23 y 24.

⁶ El GFXC del BIS reúne a representantes de diferentes los bancos centrales y participantes del sector privado para: promover la colaboración y la comunicación en materia de divisas, intercambiar opiniones sobre las tendencias y la evolución del mercado mundial de divisas, incluida su estructura y funcionamiento; y promover, mantener y actualizar periódicamente el Código Mundial de Divisas (FX Global Code).

⁷ GFXC (2019). *Report: The Role of Disclosure and Transparency in the Global FX Market*.

⁸ Bank of Canada. Transparency in the Canadian Fixed Income Market: Opportunities and Constraints. En general, el Banco de Canadá indica que los mercados de acciones suelen ser centralizados y sus operaciones se ejecutan en sistemas transaccionales mientras que en los mercados de renta fija es usual que sean negociados en el OTC. Adicionalmente, en los mercados de renta fija es usual tener una mayor proporción de inversionistas institucionales o profesionales mientras que los clientes minoristas son más activos en el mercado accionario

por parte de los inversionistas, así como también a su protección, en la medida que permite acceder a información oportuna y relevante para tomar decisiones informadas.

2.1 Estándares de transparencia en otras jurisdicciones

2.1.1 Europa

En Europa las obligaciones de transparencia pre y post negociación son establecidas por el European Security and Markets Authority (ESMA)⁹ a través de Markets in Financial Instruments Directive II (MiFID II)¹⁰ y Markets in Financial Instruments Regulation (MiFIR).

En relación con las obligaciones de transparencia pre-negociación se establece que los sistemas de negociación deben hacer públicos los precios de compra y venta y la profundidad de las posiciones de negociación de los participantes. En especial, los sistemas de negociación deben hacer público por cada especie el número agregado de órdenes para al menos los cinco mejores niveles de precios de compra (bid) y venta (ask)¹¹. Adicionalmente, en relación con la información post-negociación los sistemas de negociación y registro deben divulgar al público el precio, el volumen y la hora de las operaciones allí ejecutadas.

En la actualidad, la información pre-negociación y post-negociación debe estar disponible de forma gratuita con un retraso máximo de 15 minutos. Sin embargo, a partir de 2021 el retraso de divulgación disminuirá a máximo 5 minutos. ESMA resalta que se debe poder acceder de manera fácil a la información y que esta debe ser divulgada en un formato que pueda ser leído, utilizado y copiado por todos los usuarios¹². Lo anterior, sin perjuicio de que los sistemas de negociación, los proveedores de infraestructura o de información puedan cobrar en ciertos casos por el acceso a la información en línea o histórica.

En todo caso, la regulación europea permite a los reguladores locales autorizar exenciones de transparencia pre-negociación y/o el aplazamiento de las obligaciones de transparencia post-negociación para las operaciones u órdenes que: (i) son de gran escala o de gran monto¹³; (ii) son realizadas con activos que no cuentan con un mercado líquido y; (iii) por su tamaño expondría a los intermediarios y a los clientes a riesgos indebidos. Al respecto, es importante señalar que la normativa contempla las metodologías que permiten calcular

⁹ ESMA es un organismo de la Unión Europea que tiene como objetivo proteger a los inversionistas y promover la integridad, estabilidad y funcionamiento de los mercados financieros.

¹⁰ El 3 de enero de 2018 entró en vigor la Directiva MiFID II. Esta es el resultado de la revisión y actualización de la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros I (MiFID I). MiFID II tiene como objetivo aumentar la protección a los inversionistas y la mejora de la transparencia de los mercados.

¹¹ El Reglamento Delegado de la Comisión (UE) 2017/587, que aplica para el mercado de renta variable (acciones o similares) y el Reglamento Delegado de la Comisión (UE) 2017/583, que aplica para títulos diferentes de acciones o similares, establecen en el artículo 3 y el artículo 2 respectivamente: Obligaciones de transparencia pre-negociación: “(...) harán públicas la horquilla de precios compradores y vendedores y la profundidad de las posiciones negociables a esos precios. La información se hará pública de conformidad con el tipo de sistema de negociación (...).”

¹² ESMA. *Questions and Answers. On MiFID II and MiFIR transparency topics.*

¹³ Según la normativa MiFID II/ MiFIR una orden se considerará de gran volumen en comparación con el tamaño normal del mercado cuando sea igual o superior al tamaño que se determine con la metodología prevista según el tipo de activo.

periódicamente, para cada tipo de activo, la liquidez y los umbrales de las operaciones de grandes montos¹⁴.

En relación con los datos de mercado, estos deben ofrecerse de forma no discriminatoria, lo que implica aplicar las mismas condiciones de revelación a todos los agentes de la misma categoría, conforme con criterios objetivos.

Finalmente, ESMA resalta que un alto grado de transparencia es esencial para garantizar que los inversionistas estén debidamente informados sobre los verdaderos niveles de precios y garantizar el proceso de formación de estos.

2.1.2 Estados Unidos

En Estados Unidos, la regulación de la *Securities and Exchange Commission (SEC)*¹⁵ promueve la transparencia y establece las reglas para que las principales bolsas de valores revelen las operaciones que se realizan en ellas.

Para promover la distribución de información de manera equitativa entre los inversionistas, aumentar la liquidez y contribuir a la formación de precios, la normatividad estipula que las bolsas deben: (i) poner a disposición de sus miembros las ofertas de compra (bid) y venta (ask) disponibles; (ii) difundir la información del precio y volumen de la última operación realizada; e (iii) implementar un plan para realizar la divulgación de la información que permita recopilar, procesar, poner a disposición o difundir la información sobre las operaciones realizadas¹⁶.

Adicionalmente, la regulación establece la posibilidad de que un organismo de autorregulación cuente con planes para promover la disponibilidad de los datos de mercado al público en general, por lo cual, estas entidades pueden difundir al público la información sobre las mejores cotizaciones y las operaciones más recientes, de acuerdo con la información que le suministren continuamente los diferentes sistemas¹⁷.

En este sentido, se destaca que *Financial Industry Regulatory Authority (FINRA)*¹⁸ ha implementado el *Market Data Center*. Este es un recurso de información gratuito para los

¹⁴ Para el caso de los títulos de renta fija, el umbral de las operaciones de elevado volumen (Large in Scale, LIS) es calculado anualmente por ESMA. Actualmente, en el caso de los bonos soberanos una operación de gran tamaño es aquella mayor a EUR €25.000.000. Así mismo, según el Reglamento delegado de la Comisión (UE) 2017/583 para que un activo sea considerado líquido debe cumplir las siguientes condiciones: (i) el promedio de operación de volumen diario debe ser superior a EUR €100.000; (ii) el promedio diario del número operaciones debe ser mayor de dos (2); (iii) el porcentaje de días negociados en el período debe ser mayor al 80%; y (iv) el tamaño de la emisión para títulos emitidos por el gobierno debe ser mayor a EUR €1.000 millones y para títulos corporativos superior a EUR €500 millones.

¹⁵ SEC es una agencia del gobierno de los Estados Unidos, que tiene como función principal proteger a los inversionistas y mantener la integridad de los mercados de valores.

¹⁶ Las reglas de distribución y visualización de datos de mercado hacen parte de Final Rule: Regulation NMS de la SEC, especial se destacan: (i) 242.601. Difusión de informes de transacciones y datos de última venta; (ii) 242.602. Difusión de Cotizaciones; (iii) 242.603 Distribución, consolidación y visualización de información con respecto a cotizaciones y transacciones; (iv) 242.605 Divulgación de información de ejecución de órdenes.

¹⁷ SEC Rules. Final Rule: Regulation National Markets Systems (NMS).

¹⁸ FINRA es una entidad reguladora independiente para todas empresas de valores que desarrollan actividades en los Estados Unidos. Su misión es proteger a los inversionistas, y promover un mercado de valores funcione de manera equitativa y honrada.

inversionistas que consolida la información de diferentes fuentes, y por medio del cual, el público tiene acceso a las principales estadísticas de mercado de los activos negociados (i.e. último precio y volumen, precio máximo, mínimo, de apertura, precios históricos, el mejor *bid* y *ask*) con un retraso de 15 minutos.

Adicionalmente, FINRA realiza la publicación de información post-negociación para las operaciones de bonos corporativos a través de *Trade Reporting and Compliance Engine* (TRACE)¹⁹. Actualmente, todas las operaciones del mercado secundario de bonos corporativos deben ser comunicados a más tardar dentro de los 15 minutos de la hora de ejecución a FINRA, quien difunde la información al recibirla (i.e. precio, volumen y hora de ejecución de la operación).

Sin embargo, FINRA aplica topes de difusión a las operaciones realizadas en el mercado mostrador u Over The Counter (OTC) que sean consideradas de gran tamaño. Así las cosas, las operaciones sobre los bonos con grado de inversión que tengan un volumen superior a los USD \$5 millones y las transacciones sobre los bonos sin grado de inversión que superen el USD \$1 millón, serán publicadas hasta por estos montos, ocultando el monto restante (total) de la operación²⁰. La información completa de las operaciones es publicada posteriormente²¹.

2.1.3 Canadá

La Ontario Securities Commission (OSC) establece normas de revelación de información pre y post negociación de las operaciones sobre valores que se ejecutan en los sistemas de negociación y en el mercado OTC²². Allí se define la obligación de los sistemas de poner a disposición de sus miembros la información pre-negociación. Es decir, órdenes u ofertas de compra y venta. Además, tienen la obligación de publicar las estadísticas por título de la información post-negociación (i.e. volumen operado, último precio, apertura, mínimo y máximo, entre otras) al público en general.

Por otro lado, en Canadá el *Investment Industry Regulatory Organization of Canada* (IIROC)²³ consolida y publica la información a todos los participantes del mercado y al público sobre las operaciones OTC de bonos corporativos y del gobierno el día hábil siguiente (*t+1*) a su ejecución. Para la revelación de información post-negociación en el caso de los bonos corporativos, IIROC aplica topes de volumen y se oculta el tamaño real de la operación cuando se difunden transacciones que superan el rango máximo establecido²⁴. Asimismo, a

¹⁹ TRACE facilita la revelación obligatoria de las transacciones en el mercado secundario de valores de renta fija que se realizan en el mercado extrabursátil.

²⁰ FINRA. Regulatory Notice 19 – 12. *Trade Reporting and Compliance Engine* (TRACE).

²¹ El tamaño completo, sin tope, de las operaciones que superan los topes establecidos se publica como parte de un conjunto de datos históricos seis meses después.

²² "National Instrument 21-101 Marketplace operation" es la regulación establecida por el OSC para la operación de los mercados de valores.

²³ IIROC es una organización canadiense sin fines de lucro que, entre otras cosas, supervisa y promueve la equidad y la integridad en los mercados de valores del Canadá. Adicionalmente, IIROC cumple la función del Procesador de Información (consolida y difunde información, para los inversionistas y los participantes del mercado) está aprobado por los Administradores de Valores del Canadá (CSA) en virtud de Operación del Mercado Nacional de Instrumentos (NI 21-101).

²⁴ Para bonos corporativos que tienen grado de inversión el volumen está limitado a CAD \$2 millones y a CAD \$200.000 para aquellos títulos que no cuentan con grado de inversión.

partir de septiembre de 2020, IIROC difunde las transacciones OTC sobre títulos de deuda del gobierno aplicando topes al volumen de difusión²⁵.

2.1.4 Chile

La Ley de Mercado de Valores (Ley Nº 18.045) de Chile, establece que los sistemas de negociación como mínimo deben, entre otros, suministrar información sobre cotizaciones y transacciones. En particular, la Bolsa Electrónica de Chile y la Bolsa de Santiago reportan la información pre-negociación y post-negociación en tiempo real para sus afiliados. En el caso de la información que se divulga al público, la Bolsa Electrónica de Chile revela con 5 minutos de retraso la información post-negociación. Por otro lado, la Bolsa de Santiago publica en su página web hasta con 20 minutos de retraso la información post-negociación. Sin embargo, ofrece al público de forma gratuita los datos del mejor *bid* y *ask* (precio y cantidad) para el mercado de renta variable. Adicionalmente, de acuerdo con la información disponible en la página web de cada bolsa, estos sistemas informan por medio de un boletín diario el resumen de las estadísticas del mercado²⁶.

2.1.5 México

Según la regulación mexicana las bolsas de valores deberán, entre otras obligaciones:²⁷

- (i) Proporcionar y mantener a disposición del público información de las operaciones que se realicen sobre los valores listados en las mismas por medio de sistemas de divulgación de información al público.
- (ii) Suministrar información relativa a las cotizaciones de los valores, instrumentos financieros derivados y activos financieros, respecto de los cuales presten sus servicios.
- (iii) Dar acceso a la información de posturas (cotizaciones) y operaciones a sus miembros en igualdad de condiciones.

Además, la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) revela al público²⁸: las cotizaciones (i.e. mejor *bid* y *ask*) de los valores que allí se cotizan; los indicadores y estadísticas de mercado; el desglose de las operaciones ejecutadas en los sistemas transaccionales y las operaciones que reporten los miembros para su registro en bolsa con 20 minutos de retraso.

Teniendo en cuenta lo encontrado en las jurisdicciones analizadas, a continuación, se presenta un cuadro comparativo donde se destacan dos aspectos relevantes sobre los

²⁵ Actualmente, los topes establecidos son: i) Volumen limitado en CAD \$ 10 millones para los Government of Canada Bills (GoC Bills), bonos del gobierno de Canadá con vencimiento menor a 10 años y Canada Mortgage Bonds (CMB); ii) Volumen limitado en CAD \$5 millones para los títulos de deuda del gobierno de Canadá con vencimiento mayor a 10 años; iii) Volumen limitado en CAD \$2 millones para los títulos de deuda de las provincias; y iv) volumen limitado CAD \$250.000 para los títulos de deuda municipal de Quebec.

²⁶ La información incluye: (i) Resumen del Mercado: Monto Negociado y número de transacciones por mercado (acciones, índices, renta fija, simultáneas y dólar). Las acciones con las principales alzas, bajas y las más transadas; (ii) Estadísticas del Dólar: precio de cierre, mínimo, máximo y promedio, variación diaria, monto, número de operaciones y comportamiento diario; (iii) Por especie: Nemotécnico, cantidad y monto negociado, precio de cierre máximo, mínimo y promedio y variación diaria.

²⁷ Ley del Mercado de Valores de México. Título IX De los sistemas de negociación bursátiles y extrabursátiles.

²⁸ Bolsa Mexicana de Valores. Reglamento Interno BMV. Título Noveno. Información.

estándares de revelación (Tabla 1). El primero, hace referencia al tipo y características generales de la información revelada (contenido) mientras que el segundo involucra los tiempos empleados por el proveedor de infraestructura desde el momento en que recibe la información hasta que es difundida.

Tabla 1. Generalidades del estándar de revelación de información en otras jurisdicciones al público

Estándar de revelación al público	Pre-negociación		Post-negociación	
	Contenido	Oportunidad	Contenido	Oportunidad
Europa Renta Fija y Variable	Los 5 mejores precios de bid y ask y el volumen de cada uno.	15 minutos (5 minutos desde 2021). Aplica exenciones de revelación*	El precio, el volumen y la hora de las operaciones ejecutadas.	15 minutos (5 minutos desde 2021). Aplica exenciones para el aplazamiento de revelación en función de la liquidez del activo y el tamaño de la operación.*
USA	En Renta Variable: Mejor bid y ask (precio y volumen)	En Renta Variable: 15 minutos de retraso.	En Renta Fija y Variable: Estadísticas por título: Último precio y volumen, precio máximo, mínimo, de apertura, precios históricos.	En Renta Fija y Variable: 15 minutos de retraso. En Renta Fija: Aplica topes para la revelación de información en función del monto de la operación para las operaciones OTC.*
Canadá	No hay requisitos pre-negociación hacia el público.	No hay requisitos pre-negociación hacia el público.	En Renta Fija y Variable: Estadísticas por título: volumen operado, último	En Renta Fija y Variable: Hasta 15 minutos de retraso. En Renta Fija:

Estándar de revelación al público	Pre-negociación		Post-negociación	
	Contenido	Oportunidad	Contenido	Oportunidad
			precio, apertura, mínimo y máximo, entre otros.	Aplica topes para la revelación de información en función del monto de la operación para las operaciones OTC. *
Chile	En Renta Variable: La Bolsa de Santiago publica mejor bid y ask al público.	En Renta Variable: Hasta 20 minutos de retraso.	En Renta Fija, Variable y Divisas: Estadísticas del mercado y por título.	En Renta Fija y Variable: Entre 5 y 20 minutos.
México	En Renta Variable: Mejor bid y ask (precio y volumen)	En Renta Variable: 20 minutos de retraso.	En Renta Fija y Variable: Indicadores y estadísticas de mercado y el desglose de las operaciones	En Renta Fija y Variable: 20 minutos de retraso.

*Incluye a los afiliados

Fuente: Elaboración propia.

En conclusión, la información post-negociación suele ponerse a disposición del público de manera gratuita con retraso. En promedio, la revelación de esta información en otras jurisdicciones se divulga con un retraso de entre 15 y 20 minutos una vez se ha ejecutado o registrado la operación. En otras jurisdicciones, la información pre-negociación (mejor bid y ask) en el mercado de renta variable se pone a disposición del público de manera gratuita con retraso. En general, la información pre y post-negociación se proporciona en tiempo real a los miembros o afiliados de los sistemas y es común que los sistemas o proveedores de información cobren al público en general alguna tarifa por acceder a este tipo de información en tiempo real o en línea²⁹.

Adicionalmente, en algunas las jurisdicciones, se cuenta con excepciones de transparencia en la revelación de información considerando la estructura del mercado, el tamaño de la operación o la liquidez del activo.

²⁹ IOSCO (2018) Regulatory Reporting and Public Transparency in the Secondary Corporate Bond Markets Final Report.

3. Estándar de revelación de los sistemas de negociación y registro para el mercado colombiano

3.1. Renta Variable

El Decreto 4808 de 2008, incorporado en el decreto 2555 de 2010, reglamenta la negociación de acciones, bonos obligatoriamente convertibles en acciones, así como los instrumentos financieros derivados sobre los mismos, a través de una bolsa de valores³⁰. En relación con la transparencia, esta se define como la oportunidad y suficiencia con las cuales la información relativa a las órdenes de compra y de venta, las cantidades, los precios de las operaciones y el volumen se encuentra disponible para los diferentes grupos de interés³¹.

En relación con la transparencia pre-negociación³² las bolsas deben divulgar a sus afiliados las cantidades, los precios o tasas de compra y venta de las posturas activas en el sistema. Esto, desde el momento en que las mismas son recibidas.

Por otro lado, sobre la transparencia post-negociación³³ las bolsas tienen que informar a sus afiliados y público en general el precio o tasa, el volumen y la hora de las operaciones realizadas durante las ruedas de negociación. Asimismo, deben revelar al menos diariamente, las estadísticas por cada una de las especies negociadas. Actualmente, el sistema de negociación de la BVC divulga la información en su página web en línea, con 15 minutos de retraso.

En adición, de acuerdo con el Reglamento de la BVC los afiliados pueden consultar tanto la información pre-negociación que se ingrese en el sistema, como la información post-negociación³⁴. Así mismo, la BVC brinda información histórica, permite descargar información en excel y realizar gráficos en su página web, además, publica boletines diarios, mensuales, y resúmenes del mercado.

La regulación local no establece deberes de revelación de información pre-negociación por parte del sistema hacia el público en general, de manera gratuita. Sin embargo, es posible acceder a dicha información a través de servicios de pago³⁵. Adicionalmente, existen otros canales como los proveedores de información o vendors que permiten acceder a esta misma información.

³⁰ Decreto 2555 de 2010. Libro 10 - Normas aplicables a las bolsas de valores. Título 5 Disposiciones mediante las cuales se reglamenta la negociación de acciones, bonos obligatoriamente convertibles en acciones Inscritos en bolsas de valores, así como los instrumentos financieros derivados cuyo activo subyacente sean acciones inscritas en dichas bolsas.

³¹ Decreto 2555 de 2010. Artículo 2.10.5.2.13 “Transparencia en las operaciones”.

³² Decreto 2555 de 2010. Artículo 2.10.5.2.14 “Requisitos de transparencia pre-negociación de los valores a los que se refiere el artículo 2.10.5.1.1 del presente decreto”.

³³ Decreto 2555 de 2010. Artículo 2.10.5.2.15 “Obligaciones de transparencia post-negociación de los valores a los que se refiere el artículo 2.10.5.1.1 del presente decreto”.

³⁴ Reglamento BVC. Artículos: 3.2.1.2.4. Difusión de Órdenes; 3.2.1.3.1.6. Difusión de las Operaciones; 3.1.1.14. Divulgación de la información de las Operaciones.

³⁵ La plataforma E-BVC permite visualizar al usuario la información pre-negociación(posturas) y post-negociación (operaciones) en tiempo real de los mercados transaccionales de la BVC. Esta plataforma promueve el acceso a la información en tiempo real y está enfocada al público general. Cuenta con paquetes desde COP \$90.000 mensuales dependiendo de los mercados, la profundidad y las herramientas que contrate el usuario.

Finalmente, la Tabla 2 resalta las generalidades de lo establecido en la regulación local y el estándar de revelación actual de información pre y post negociación en el mercado de renta variable en Colombia en términos de contenido y oportunidad.

Tabla 2. Generalidades del estándar de revelación de información en el mercado de renta variable en Colombia

Estándar de revelación Renta Variable	Pre-negociación		Post-negociación	
	Contenido	Oportunidad	Contenido	Oportunidad
Afiliados	Cantidades, precios o tasas de compra y venta de las posturas vigentes.	En línea.	Precio o tasa, volumen y hora de las operaciones.	En línea.
Público	La BVC cuenta con mecanismos de información pagos para el público en general que le permiten acceder a la información en línea relacionada con las mejores ofertas de compra y venta. Sin embargo, dicha información no se revela con retraso de manera gratuita.	Divulgar por cada una de las especies negociadas las estadísticas ³⁶ .	La regulación exige la revelación de información al menos diariamente. El sistema revela con 15 minutos de retraso.	

Fuente: Elaboración propia.

3.2. Renta Fija

Las operaciones del mercado de renta fija se canalizan por medio de sistemas de negociación de valores o sistemas de registro. Actualmente, en el mercado de valores operan el Mercado Electrónico Colombiano (MEC) administrado por la BVC, el Sistema Electrónico de Negociación (SEN) administrado por el Banco de la República y las plataformas híbridas ICAP Securities Colombia, GFI Securities Colombia y Tradition Securities Colombia.

El Decreto 1120 de 2008, incorporado en el Decreto 2555 de 2010, establece las normas aplicables a los sistemas de negociación y de registro de operaciones sobre valores diferentes a acciones³⁷ y define la transparencia como: (i) la oportunidad y la suficiencia con las cuales la información relativa a las órdenes vigentes de compra y de venta se revelan a los afiliados

³⁶ Las estadísticas incluyen: los precios o tasas de apertura, promedio, mínimo, máximo y de cierre de las operaciones realizadas, el precio de referencia o cotización, volúmenes totales y número de transacciones que lo componen.

³⁷ Decreto 2555 de 2010. Libro 15 Normas aplicables a los sistemas de negociación de valores y de registro de operaciones sobre valores. Título 2 de los sistemas de negociación de valores y Título 3 de los sistemas de registro de operaciones sobre valores.

en el momento en que son recibidas (aplica para los sistemas de negociación); y (ii) la oportunidad y la suficiencia con que se revelan los precios o las tasas y el volumen de las operaciones a los diferentes grupos de interés³⁸. Respecto a este último, la Tabla 3 indica la información mínima (i.e. suficiencia) que debe ser revelada por parte de los sistemas de negociación y registro al público, de acuerdo con la regulación vigente.

Tabla 3. Información mínima post-negociación

Información al Público Post-negociación ³⁹	Sistema de Negociación	Sistema de Registro
Los precios o tasas de apertura	Sí	-
Precio o tasa promedio	Sí	Sí
Precio o tasa mínima	Sí	Sí
Precio o tasa máxima	Sí	Sí
Precio o tasa de cierre	Sí	-
Volúmenes totales	Sí	Sí
Número de transacciones	Sí	Sí
Frecuencia (Oportunidad)	Diariamente	Diariamente

Fuente: Elaboración propia.

Aunque los sistemas tienen la obligación de revelar la información una vez al día, actualmente la información al público está siendo divulgada con mayor frecuencia. No obstante, a diferencia del mercado de renta variable, el mercado de renta fija cuenta con más de un sistema de negociación y registro lo que a su vez representa diferentes estándares de revelación. La Tabla 4 presenta los tiempos que actualmente son empleados por dichos sistemas en relación con la información post-negociación.

Tabla 4. Oportunidad en la información post-negociación hacia el público y los afiliados

Información Post-Negociación	MEC (Máster Trader)	SEN	TRADITION	GFI	ICAP
Sistema de Negociación	Público: en la página web con 15 minutos de retraso. Afiliados: en línea.	Público: en la página web con 2 minutos de retraso al público.	Público y Afiliados: en su página web con 20 minutos de retraso máximo.		

³⁸ Decreto 2555 de 2010. Artículo 2.15.2.2.1 y Artículo 2.15.3.2.1

³⁹ Decreto 2555 de 2010. Artículos 2.15.2.2.3 y 2.15.3.2.2.

Sistema de Registro	Público: Registro Deuda Pública TES se divulga en el Boletín Diario al final del día. Afiliados: en línea.	Afiliados: en línea.	
----------------------------	---	-----------------------------	--

Fuente: Elaboración propia.

Del cuadro anterior se concluye que existen diferencias entre los tiempos de revelación de la información post negociación hacia los afiliados. En particular, en los sistemas electrónicos las operaciones registradas son reveladas en tiempo real a todos los afiliados al sistema, mientras que en los sistemas híbridos son reveladas con un retraso. En este sentido, los participantes del mercado señalan que si bien la revelación en tiempo real es un mecanismo de transparencia y disciplina de mercado que contribuye a la correcta formación de precios, es posible que existan dificultades o riesgos para la administración de operaciones de grandes montos con clientes o contrapartes (especialmente en el OTC). Al respecto, y con el objetivo de proteger a los inversionistas, resulta conveniente evaluar si estos registros no deban ser revelados a los afiliados una vez son realizados.

Por otro lado, la regulación actual no establece deberes para los sistemas de negociación y registro relacionados con revelación de información pre-negociación hacia el público, de forma gratuita. En todo caso, es posible acceder a esta información a través de servicios de suscripción.

Finalmente, la Tabla 5 resalta las generalidades del estándar de revelación de información pre y post negociación en el mercado de renta fija en Colombia en términos de contenido y oportunidad hacia los afiliados y el público en general.

Tabla 5. Generalidades del estándar de revelación de información en el mercado de renta fija en Colombia

Estándar de revelación Valores	Pre-negociación		Post-negociación	
	Contenido	Oportunidad	Contenido	Oportunidad
Afiliados	Las cantidades, los precios o tasas de compra y venta de las posturas u órdenes vigentes.	En línea.	El precio o tasa, el volumen y hora.	En línea en MEC y SEN. Con retraso en ICAP, GFI, TRADITION.
Público	La BVC, como administrador del MEC, cuenta con mecanismos de información pagos para el público en general que le		Los precios o tasas de apertura, promedio, mínimo, máximo, cierre.	La regulación exige revelar la información al menos

	permiten acceder a la información en línea sobre las mejores ofertas de compra y venta. Sin embargo, dicha información no se revela con retraso de manera gratuita.	Volúmenes totales. Número de transacciones.	diariamente. Sin embargo, los sistemas revelan con un retraso de entre 2 y 20 minutos.
--	---	---	--

Fuente: Elaboración propia.

3.3. Mercado Cambiario

Los deberes sobre revelación de información que tienen los sistemas de negociación y registro de divisas en el mercado cambiario están establecidos en la Resolución Externa 04/2009 y la Circular Reglamentaria DOAM-317 del Banco de la República. Actualmente, se encuentran habilitados en el país SET-ICAP FX y las plataformas híbridas (voz y datos) GFI Exchange Colombia y Tradition Colombia.⁴⁰

En relación con la transparencia, de acuerdo con la Circular Reglamentaria DOAM-317⁴¹ los sistemas de negociación y registro deben divulgar a lo largo de las sesiones de negociación información post-negociación al público con máximo 15 minutos de retraso⁴².

Respecto a la información post negociación que se revela a los afiliados, una vez las operaciones son cerradas o calzadas por los sistemas, se hace la respectiva revelación. Es importante señalar que en el caso particular de operaciones registradas en el sistema SET-FX donde participan un afiliado IMC y un cliente de la misma entidad, el sistema divulga la información de la siguiente manera: un resumen consolidado de las estadísticas de dichas operaciones durante el día de la operación (t+0), y, posteriormente, en el siguiente día hábil (t+1), la revelación del detalle de cada una de las operaciones realizadas, es decir, precio y volumen de cada una. Lo anterior, fue implementado con el propósito de permitir una mejor gestión de los flujos de los clientes y, en especial, de las operaciones de grandes montos. Por otro lado, la normatividad no establece una obligación de revelación de información pre-negociación hacia el público en general de forma gratuita con retraso.

Finalmente, la Tabla 6 indica las generalidades del estándar de revelación de información pre y post negociación en el mercado cambiario en Colombia en términos de contenido y oportunidad hacia los afiliados y el público en general.

⁴⁰ Banco de la República (2020). Reporte Sistema de Pagos. Panorama general de la infraestructura financiera en Colombia.

⁴¹ Circular Reglamentaria Externa - DOAM – 317 del Banco de la República. Asunto 19: "Sistemas de Negociación y Sistemas de Registro de Operaciones sobre Divisas". 3. Divulgación de información. 3.3. Información al público.

⁴² Esta información como mínimo debe contener las siguientes estadísticas: tasa de apertura, tasa promedio, tasa mínima, tasa máxima y tasa de la última operación ejecutada; monto total, número de transacciones, monto promedio, monto mínimo, monto máximo y monto correspondiente a la última operación ejecutada.

Tabla 6. Generalidades del estándar de revelación de información en el mercado cambiario en Colombia

Estándar de revelación divisas	Pre-negociación		Post-negociación	
	Contenido	Oportunidad	Contenido	Oportunidad
Afiliados	Información de las cotizaciones en firme de compra o venta.	Todos los sistemas: revelan en línea.	Estadísticas ⁴³ de precios y volúmenes generales de las operaciones.	SET-FX ICAP: En línea. En el caso de las operaciones IMC-Clientes estadísticas generales en t+0 y el detalle se revela en t+1. GFI y TRADITION: Con retraso de máximo 15 minutos.
Público	La normatividad local no establece una obligación de revelación de información pre-negociación con retraso.			Todos los sistemas: Retraso máximo de 15 minutos.

Fuente: Elaboración propia.

4. Propuesta para la elevación de estándares

En general, el acceso a la información y el grado de transparencia sobre las operaciones y órdenes que se ejecutan en los mercados son herramientas primordiales para contribuir a su desarrollo. Sin embargo, es relevante considerar las características de cada mercado para graduar correctamente los estándares de transparencia pre y post negociación. Lo anterior, con el fin de lograr un alto estándar de transparencia sin que ello impacte la liquidez de los mercados.

En este sentido, a nivel internacional se han implementado estándares que ponen en equilibrio el alto grado de transparencia con los posibles efectos que puede tener un exceso de revelación de información sobre la liquidez. Por ejemplo, los reguladores han incorporado medidas como:

⁴³ Las estadísticas mínimas son: tasa de apertura, tasa promedio, tasa mínima, tasa máxima y tasa de la última operación ejecutada; monto total, número de transacciones, monto promedio, monto mínimo, monto máximo y monto correspondiente a la última operación ejecutada.

- (i) introducir topes de volumen en la transparencia post-negociación y, de este modo, establecer un límite máximo para los volúmenes que se difunden públicamente, ocultando el monto total de la operación de manera temporal;
- (ii) en función de la liquidez de los activos o del tamaño de la operación, es posible retrasar la divulgación de la información post-negociación y de esta manera no difundir de manera inmediata algunas operaciones y;
- (iii) incorporar exenciones de los requisitos de transparencia pre y post negociación. Por ejemplo, para los instrumentos que no son líquidos o para las órdenes de gran tamaño⁴⁴.

Durante 2020, AMV y sus Comités de Renta Variable, de Renta Fija y de Divisas analizaron los estándares actuales de revelación de información de los sistemas de negociación y registro de valores y divisas. Para ello, se tuvo en cuenta las prácticas adoptadas en otras jurisdicciones y las particularidades del mercado local. Como resultado, a continuación, se presentan una serie de propuestas:

4.1 Mercado de Renta Variable

De acuerdo con lo observado en otras jurisdicciones, particularmente en Europa, Estados Unidos, Chile y México, se tienen implementados estándares de transparencia pre-negociación sobre la información que se revela hacia el público de manera gratuita. En términos generales, se identificó que las bolsas de valores revelan al público información sobre las mejores puntas de compra y venta con un retraso promedio de 15 minutos.

Considerando el estándar internacional, implementar en el mercado de renta variable un estándar de revelación de información pre-negociación hacia el público gratuito, pero con un retraso de 15 minutos, contribuiría a un aumento de la transparencia. Adicionalmente, se perciben otros beneficios como la promoción del mercado mismo ya que los inversionistas, y principalmente el segmento *retail*, tendría canales de acceso a la información que facilitarían la toma de decisiones de inversión. No obstante, es importante fortalecer temas de educación financiera para que el acceso a esta información no conlleve a interpretaciones erróneas por parte de sus usuarios.

Finalmente, aunque la regulación local establece la obligación de revelar información post-negociación al público en general al menos diariamente, se identificó que, actualmente, la BVC publica esta información en su página web con un retraso de 15 minutos. Es decir, en términos de oportunidad, el sistema de negociación genera información hacia el público con un estándar superior al exigido por la norma. En todo caso, se considera oportuno que la regulación local establezca en sus disposiciones que dicha revelación debe realizarse con un retraso de máximo 15 minutos. Lo anterior, permitiría garantizar el cumplimiento del estándar y adicionalmente, alinear las normas locales a los estándares internacionales.

4.2 Mercado de Renta Fija

Actualmente, en el mercado de renta fija, no existe un estándar de revelación de información pre-negociación hacia el público en general el cual, de manera gratuita, permita acceder a

⁴⁴ IOSCO (2018). Regulatory Reporting and Public Transparency in the Secondary Corporate Bond Markets.

las órdenes de compra y venta de las especies negociadas. Sin embargo, teniendo en cuenta lo encontrado en las jurisdicciones analizadas, no es sencillo aplicar reglas de transparencia pre-negociación a un mercado como el de renta fija caracterizado por una gran variedad de instrumentos y con una participación significativa de negociaciones en el mercado OTC. En este sentido, IOSCO señala que, para implementar medidas para mejorar la disponibilidad de la información pre-negociación, se debe tener en cuenta el posible impacto sobre la liquidez del mercado y sus activos. Otro aspecto para tener en cuenta es que el mercado de renta fija atiende a un segmento menos *retail* y más institucional que el mercado de renta variable, en donde, tales agentes poseen condiciones e infraestructura para acceder a los precios.

Por otro lado, en línea con lo observado internacionalmente, en Colombia la información post-negociación se pone a disposición del público con un retraso de forma gratuita, mientras que existen costos para acceder a la información en tiempo real. Sin embargo, la regulación local establece que se debe divulgar al menos diariamente. En otras jurisdicciones la información suele ponerse a disposición del público con un retraso de entre 5 y hasta máximo 20 minutos después de registrada la operación. En este sentido, se considera relevante que se defina desde la regulación local un tiempo máximo de divulgación de información post-negociación al público de máximo 15 minutos de retraso, según lo encontrado en las jurisdicciones analizadas.

De otra parte, como se mencionó previamente, los registros de las operaciones son revelados en línea a los afiliados en MEC una vez se realiza el registro de la operación. Al respecto, algunos participantes consideran que la revelación de información de los registros en línea puede afectar la gestión de los flujos. Especialmente, sobre las operaciones de grandes montos exponiendo así a los intermediarios y a los clientes a riesgos para la administración de estas operaciones.

Con el fin de abordar esta situación, se desarrolló una propuesta de modificación del estándar actual que tuvo en cuenta las siguientes consideraciones: (i) promover la transparencia sin afectar la liquidez del mercado; (ii) contar con mercados eficientes en los cuales la difusión y publicación de información contribuya en el proceso de formación de los precios; y (iii) tener en cuenta los regímenes de transparencia aplicados en otras jurisdicciones.

Teniendo en cuenta las consideraciones mencionadas y lo identificado en otras jurisdicciones, una aproximación inicial a la propuesta de modificación del estándar de revelación de información post-negociación actual a los afiliados consiste en definir topes de volumen en la difusión de la información post-negociación sobre las operaciones de registro del mercado de deuda pública. Lo anterior, significa que, al registrarse la operación, el sistema divulgaría a los demás afiliados el menor valor entre el tope establecido y el monto negociado y, posteriormente, divulgaría la información completa sobre el volumen total de la operación. Lo anterior, tiene por objetivo permitir una mejor gestión de flujos considerados como "grandes montos".

En este punto, se realizó una aproximación a la definición de qué puede ser catalogado como una operación de gran monto en el mercado de deuda pública local. Al respecto, en Europa la normativa MiFID II/ MiFIR permite que las autoridades autoricen el aplazamiento de la publicación de los datos de las operaciones cuando las operaciones son de gran tamaño o

elevado volumen. Particularmente para los títulos de deuda pública el gran monto se calcula de la siguiente manera:

- Se toman las operaciones del año anterior.
- Se eliminan las operaciones menores a EUR €100.000 euros (operaciones *retail*).
- Se calcula el percentil noventa. Dicho percentil es el límite que determina si una operación es de gran monto o no.

Tomando como referencia este ejercicio estadístico, se realizó uno similar aplicado al mercado local. Para ello se tomaron las operaciones de registro de todos los sistemas autorizados en Colombia del año 2019, eliminando las operaciones de bajo lote o *retail* y se calcularon los percentiles. Se encontró que el percentil noventa es cercano a los veinte mil millones de monto nominal para los títulos de deuda pública en tasa fija. Al analizar los resultados, en el comité de Renta fija se considera que el monto de veinte mil millones puede ser bajo de acuerdo con los objetivos y la finalidad de la propuesta, por lo que se plantea que el límite para que una operación sea considerada como de gran monto oscile entre los 25 y 35 mil millones. Adicionalmente, se considera pertinente que la divulgación completa de la información sea realizada una vez cierra la rueda de negociación del programa de creadores de mercado del SEN, es decir, a 1:00 p.m.

Finalmente, en relación con el contenido de la información post-negociación se considera apropiado que la información presentada hacia el público y los afiliados por los diferentes sistemas se presente de tal manera que sea entendible, clara y comparable entre cada sesión (negociación y registro) y entre sistemas. En este punto, se identifica que, aunque la regulación local establece unos parámetros generales sobre cuál es la información que deben divulgar los sistemas de negociación y registro, en particular, los sistemas administrados por ICAP Securities Colombia, GFI Securities Colombia y Tradition Securities Colombia presentan algunas diferencias en la forma de organizar dicha información. Lo anterior, de acuerdo con los intermediarios, genera dificultades cuando se consultan las operaciones realizadas entre un sistema y otro.

En este punto, se identifica que, uno de los sistemas publica en su página las estadísticas de cada sesión y el detalle de cada una de las operaciones negociadas o registradas, es decir, la lista de las operaciones. Los otros sistemas publican de la sesión de negociación las estadísticas generales por especie sin que sea posible identificar el detalle de cada una de las operaciones y, en el caso de las operaciones registradas, si divultan un listado que permite observar cada operación.

Así las cosas, los intermediarios y operadores manifiestan que existe una oportunidad para definir un estándar de revelación homogéneo que precise las características en que la información mínima señalada en la regulación debe ser publicada por los sistemas y, de esta manera, sea entendible, comparable y fácil de procesar entre un sistema y otro. Lo anterior cobra mayor relevancia si se tiene en cuenta que en el caso particular de los sistemas administrados por GFI, ICAP Securities y Tradition la información disponible para los afiliados es la que se encuentra disponible en la página web de cada uno.

4.3 Mercado Cambiario

El Banco de la República establece la obligación por parte de los sistemas de negociación y registro de revelar con un retraso máximo de 15 minutos las estadísticas sobre las operaciones que son negociadas o registradas en estos.

Anteriormente, el sistema SET-FX revelaba en línea para los afiliados el detalle de cada uno de los cierres realizados entre IMC y clientes una vez la operación era registrada. Sin embargo, a partir de 2019, el detalle o la lista de cada una de las operaciones es revelado el día hábil siguiente ($t+1$). En todo caso, el sistema revela un resumen consolidado de las estadísticas de dichas operaciones durante el día de la operación, de acuerdo con lo definido en la normatividad.

Al respecto, el Comité de Divisas de AMV consideró oportuno revisar el estándar de revelación actual de las operaciones entre IMC y clientes a sus miembros. En este sentido, identificó apropiado que la información de las operaciones que actualmente está siendo revelada al día siguiente (i.e. registro IMC-cliente) se divulgue con un retraso menor al actual. No obstante, no existe un consenso sobre en qué momento debe revelarse esta información y se identifican dos posiciones diferentes entre los intermediarios. La primera posición está relacionada con disminuir el retraso de revelación de la información a los afiliados de las operaciones entre IMC y clientes al finalizar la jornada de negociación y la segunda en revelar los registros en línea.

Por un lado, algunos intermediarios consideran que el detalle de cada una de las operaciones entre IMC y clientes debe ser revelado a los afiliados el día que se ejecutan estas operaciones una vez cierra el mercado Next Day, es decir, a las 4:30 de la tarde. Lo anterior, teniendo en cuenta que: (i) la revelación de la información en línea en aquellos mercados que no cuentan con una amplia liquidez puede poner en desventaja a los intermediarios y sus clientes al ejecutar operaciones de grandes montos; y (ii) el objetivo de la publicación diferida de la información es proteger a los clientes y a los intermediarios y no afectar la libre formación de precios.

Ahora bien, otros intermediarios consideran más apropiado realizar la revelación de la información de los registros entre IMC-Clientes en línea a los afiliados, es decir, una vez las operaciones son registradas, ya que esta información es relevante para los operadores y su disponibilidad en el menor tiempo posible genera valor para estos. Lo anterior, con el propósito de aumentar el estándar de transparencia actual del mercado cambiario hacia los afiliados.

En este punto, se invita a la industria a continuar discutiendo cuál debe ser el grado de transparencia que debería aplicarse en el mercado cambiario local sobre este tipo de operaciones (registros IMC- Clientes) y considerar las características del mercado local. Especialmente, la liquidez y el tamaño de las operaciones.

Sumado a esto, en relación con el contenido de la información post-negociación es oportuno que la información presentada hacia el público y los afiliados por los diferentes sistemas, y especial de los híbridos (voz y datos), se presente de tal manera que sea entendible, clara y comparable en cada sesión (negociación y registro) y entre los diferentes sistemas.

En particular, se evidenció que, en uno de los casos el sistema publica en su página web las estadísticas de monto y precio diferenciando dichas estadísticas tanto para el sistema de negociación como para el sistema de registro. Por otro lado, uno de los sistemas publica: (i) las estadísticas de montos para el sistema de registro; (ii) las estadísticas de montos para el sistema de negociación; y (iii) en el caso de las estadísticas de precios no se identifica si dichos precios corresponden a las operaciones de negociación o registro. Así las cosas, los intermediarios manifiestan que existe una oportunidad para definir un estándar de revelación homogéneo por medio del cual la información mínima que deben publicar los sistemas de negociación y registro sea presentada con características similares y permita su comparación. Lo anterior, teniendo en cuenta que los intermediarios y el público acceden a la información post-negociación que publican los sistemas (GFI y TRADITION) en su página web.

La Tabla 7 presenta de manera general las oportunidades para la elevación de estándares de transparencia mencionadas en el mercado de divisas, renta variable y de renta fija.

Tabla 7. Propuesta de elevación de estándares mercado de valores.

	Oportunidad	Mercado
Pre-Negociación al público	Implementar un estándar de transparencia pre-negociación hacia el público gratuito con 15 minutos de retraso máximo.	Renta Variable
Post-Negociación al público	Establecer desde la regulación local que el tiempo máximo de divulgación de información post-negociación sea de máximo 15 minutos de retraso, en línea con el estándar internacional.	Renta Variable Renta fija
Post-Negociación al público y afiliados	Homogeneizar la información presentada por los sistemas de negociación y registro, en especial los híbridos (ICAP Securities, GFI y Tradition).	Renta fija Divisas
Post-Negociación a los afiliados	Introducir topes de volumen en la difusión de la información post-negociación: Difundir la información de las operaciones OTC de deuda pública con el volumen limitado.	Renta fija
	Reducir el tiempo de divulgación del detalle de cada una las operaciones registradas entre IMC-Clientes que actualmente se revela en t+1 con el objetivo de elevar el estándar de transparencia del mercado.	Divisas

Fuente: Elaboración propia.

5. Conclusiones

La transparencia y el acceso a la información son componentes fundamentales para contar con mercados líquidos y eficientes. Esto se ha reconocido en otras jurisdicciones a través de la introducción de requisitos y estándares de transparencia y de revelación de información sobre las operaciones que allí se realizan hacia los diferentes agentes del mercado.

Así las cosas, es necesario tener en cuenta las características específicas de cada mercado para calibrar correctamente los estándares de transparencia pre y post negociación de tal manera que se logre un alto nivel de transparencia. Esto, sin que ello impacte la liquidez de los mercados y se promueva la confianza de los inversionistas, los participantes y su desarrollo.

En este sentido, en Colombia la regulación contempla estándares adecuados en términos de registro y revelación de información. Esto se evidencia con la definición del concepto de transparencia pre y post negociación en los diferentes mercados y las obligaciones que tienen los sistemas de negociación y registro. En términos generales, es un mercado con un alto grado de transparencia. Sin embargo, existen oportunidades de elevación de estos estándares en línea con prácticas internacionales.

Este trabajo tiene por objetivo promover altos estándares de transparencia de acuerdo con lo observado en otras jurisdicciones y considerando las características del mercado local, su estructura y los agentes que participan en él. El análisis aquí presentado invita a las autoridades, a los demás participantes del mercado y a los proveedores de infraestructura a revisar y considerar las oportunidades de elevación de estándares identificadas.

De esta manera AMV promueve el desarrollo del mercado buscando estándares de transparencia altos sobre la revelación de información que realizan los sistemas de negociación y registro. Asimismo, la entidad y sus comités de miembros, comprometidos con la integridad y el desarrollo del mercado local, esperan que este análisis contribuya a la elevación de los estándares de transparencia y que las oportunidades aquí identificadas sean incluidas para su revisión en la agenda normativa de los reguladores para su análisis, desarrollo y profundización.

Bibliografía

- Banco de la República de Colombia. (2020). Circular Reglamentaria Externa - DOAM – 317. Asunto 19: "Sistemas de Negociación y Sistemas de Registro de Operaciones sobre Divisas". Recuperado de: https://www.banrep.gov.co/sites/default/files/reglamentacion/archivos/CRE DOAM_317_30oct2020.pdf
- Banco de la República de Colombia. (2020). Compendio: Resolución Externa N^a 4 de 2009. "Por la cual se expiden regulaciones en materia cambiaria". Recuperado de: https://www.banrep.gov.co/sites/default/files/reglamentacion/archivos/Compendio_res_ext_4_2009_12032020.pdf
- Banco de la República. (2020). Reporte Sistema de Pagos. Recuperado de: https://repositorio.banrep.gov.co/bitstream/handle/20.500.12134/9876/rept_sist_pag_2020?sequence=1&isAllowed=y
- Bank of Canada. Financial System Review. (2012). *Transparency in the Canadian Fixed Income Market: Opportunities and Constraints*. Recuperado de: <https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2012/02/fsr-1203-vu.pdf>
- BMV – Bolsa Mexicana de Valores. Reglamento Interno BMV. Recuperado de: https://www.bmv.com.mx/docs-pub/MARCO_NORMATIVO/CTEN_MNNB/TITULO%20IX.pdf
- CMF – Comisión para el Mercado Financiero de Chile. Ley N^º 18.045 del Mercado de Valores. Recuperado de: https://www.svs.cl/portal/principal/605/articles-806_doc_pdf.pdf
- CNBV - Comisión Nacional Bancaria y de Valores de México. Ley del Mercado de Valores. Recuperado de: <https://www.cnbv.gob.mx/Normatividad/Ley%20del%20Mercado%20de%20Valores.pdf>
- CPMI - Committee on Payments and Market Infrastructures, BIS - Bank for International Settlements (BIS), IOSCO - International Organization of Securities Commissions (2012). *Principles for Financial Market Infrastructures*. Recuperado de: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>
- ESMA - European Security and Markets Authority (2017). Reglamento Delegado de la Comisión (UE) 2017/583. Recuperado de: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017R0583&qid=1600732838037&from=ES>

ESMA - European Security and Markets Authority (2017). *Reglamento Delegado de la Comisión (UE) 2017/587.* Recuperado de: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017R0587&from=EN>

ESMA - European Security and Markets Authority (2020). *Questions and Answers. On MiFID II and MiFIR transparency topics.* Recuperado de: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-35_qas_transparency_issues.pdf

ESMA - European Security and Markets Authority (2020). *Transparency Calculations: MiFID II/MiFIR - Annual transparency calculations of the large in scale (LIS) and size specific to the instruments (SSTI) thresholds for bonds.* Recuperado de: <https://www.esma.europa.eu/policy-activities/mifid-ii-and-mifir/transparency-calculations>

FINRA - Financial Industry Regulatory Authority. (2020) *Regulatory Notice 19 – 12. Trade Reporting and Compliance Engine (TRACE).* Recuperado de: <https://www.finra.org/rules-guidance/notices/19-12#notice>

GFXC - Global Foreign Exchange Committee (2019). *Report: The Role of Disclosure and Transparency in the Global FX Market.* Recuperado de: <https://www.globalfxc.org/docs/the role of disclosure and transparency.pdf>

IOSCO - International Organization of Securities Commissions (2018). *FR05/2018 Regulatory Reporting and Public Transparency in the Secondary Corporate Bond Markets. Final Report.* Recuperado de: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD597.pdf>

IOSCO - International Organization of Securities Commissions (2017). *Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation.* Recuperado de: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf>

IOSCO - International Organization of Securities Commissions (2017). *Objectives and Principles of Securities Regulation.* Recuperado de: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf>

MHCP – Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2020). Decreto 2555 de 2010 “Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones”. Recuperado de: <http://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?id=1464776>

OSC Ontario Securities Commission. (2020). *National Instrument 21-101 Marketplace Operation*. Recuperado de: https://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2/csa_20200604_21-101_marketplace-operation-related-cp.pdf

SEC - Securities and Exchange Commission (2005). *Final Rule: Regulation National Markets Systems (NMS)*. Recuperado de: <https://www.sec.gov/rules/final/34-51808.pdf>

Otros documentos de investigación publicados por AMV

DI 19 -Monitoreo de front running en el mercado de renta variable colombiano



Con el objetivo de velar por el correcto funcionamiento de los mercados y prevenir actividades que puedan afectar su integridad y transparencia, AMV ha desarrollado herramientas para la detección y seguimiento de prácticas indebidas como el front running. Este estudio presenta el planteamiento metodológico empleado por AMV para la identificación de posibles esquemas de front running en el mercado accionario colombiano y los resultados de su monitoreo.

Disponible en: <https://bit.ly/2WWXDC3>

DI 18 – Asesoría en el mercado de valores: contexto colombiano y aplicaciones desde las finanzas comportamentales



Teniendo en cuenta tendencias globales, este documento describe cómo la asesoría tradicional puede ser complementada con la evaluación de factores psicológicos y emocionales de los clientes, logrando mejorar el proceso de perfilamiento y análisis de conveniencia de los productos en los que puede invertir.

Disponible en: <https://bit.ly/3h8UR67>

DI 17 – Liquidez en el mercado accionario colombiano: una aproximación desde la profundidad de la pantalla de negociación



Con el objetivo de contribuir a un mejor entendimiento de las dinámicas de negociación en el mercado de renta variable, elemento que resulta esencial para la transparencia y correcto funcionamiento del mismo, este documento ofrece una medición alternativa de la liquidez en la negociación de acciones.

Disponible en: <https://bit.ly/3pesWnX>

DI 16 – Mercados de valores y divisas en Coyuntura Covid-19



AMV presenta una recopilación de los aspectos que han tenido un mayor impacto en la coyuntura ocasionada por el Covid-19 para los intermediarios de los mercados de valores y divisas, así como los mecanismos adoptados por algunas de las entidades para administrarlos. Adicionalmente, brinda elementos orientadores a los intermediarios para evaluar alternativas que fortalezcan sus procedimientos y controles internos en medio de los desafíos vigentes.

Disponible en: <https://bit.ly/34wxPAO>

DI 15 – Bases para la construcción de una definición de Front Running en el mercado colombiano



El documento recopila los principales aspectos identificados como característicos del front running en Colombia. De esta manera, se brindan elementos que sirven para prevenir dicha práctica y se sientan las bases para la construcción de una definición en el mercado local.

Disponible en: <https://bit.ly/2KPAxus>

DI 14 – Robo Advisors, asesoría automatizada en el mercado de valores



Con el fin de contribuir en la comprensión de las transformaciones que enfrenta la actividad de asesoría financiera en un entorno digital, este documento aborda herramientas informáticas automatizadas denominadas robo-advisors que en la actualidad generan oportunidades y retos emergentes de particular importancia.

Disponible en: <https://bit.ly/3h8TWTd>