

"Análisis de los costos derivados de la revelación de información ambiental y social en el mercado de valores: reflexiones del caso colombiano".

Jorge Armando Corredor Higuera¹

La finalidad de este trabajo es analizar los eventuales costos para los emisores de valores, intermediarios de valores y sistemas de negociación derivados de la revelación obligatoria de información ambiental y social dentro de las operaciones del mercado de valores. A partir de postulados ambientales constitucionales, se examinará el papel del Estado y su incidencia en la intervención en los mercados financieros. Se presentarán algunas experiencias internacionales sobre el suministro de información ambiental y social en los mercados de valores para finalizar con un análisis de los costos que acarrearía en Colombia, el suministro obligatorio de dicho tipo de información por parte de los emisores de valores, la implementación de sistemas de administración de riesgo ambiental y social por parte de los intermediarios y, la implementación de indicadores de sostenibilidad por parte de los sistemas de negociación en el mercado.

Palabras claves: costos, mercado de valores, emisores, inversionistas, intermediarios de valores, información, medio ambiente.

Introducción.

I. La intervención del Estado colombiano en los mercados de valores desde la constitución ecológica y social.

- 1.1. El medio ambiente en la Constitución política de 1991.
- 1.2. Modelo de intervención del Estado colombiano en los mercados de valores.
- 1.3. Alcance de la constitución social y ecológica colombiana en el proceso de intervención en los mercados de valores.

II. Experiencias internacionales frente a la implementación de estándares ambientales y sociales en el mercado de valores.

- 2.1. Criterios para el suministro y administración de información ambiental y social.
 - 2.1.1. Suministro de información ambiental y social por parte de los emisores de valores.
 - 2.1.2. Índices ambientales internacionales.
 - 2.1.3. Sustainable stock exchanges.
 - 2.1.4. Principios para la inversión responsable.
- 2.2. Implicaciones financieras del suministro de información ambiental y social en los mercados financieros.
 - 2.2.1. Valor de mercado de la empresa, rentabilidad y negociabilidad de la acción.
 - 2.2.2. Políticas de inversión sostenible en el mercado de valores.

III. Propuesta de implementación de estándares ambientales y sociales frente a los participantes del mercado de valores colombianos.

¹ Jorge Armando Corredor Higuera, abogado de la Universidad Nacional de Colombia, especialista en derecho privado económico de la Universidad Nacional de Colombia, LL.M. Derecho internacional, inversiones, comercio y arbitraje impartido por la Universidad de Heidelberg- Universidad de Chile. Docente investigador del Departamento de Derecho Financiero y Bursátil de la Universidad Externado de Colombia y profesor en pregrado y postgrado de la Facultad de Derecho de la Universidad Externado de Colombia. jorgearmando.corredor@gmail.com

- 3.1. Relación frente a los emisores.
- 3.2. Regulación frente a los intermediarios de valores.
 - 3.2.1. Sistemas de administración de riesgo en materia ambiental.
 - 3.2.2. Relación con los inversionistas.
- 3.3. Indicador de sostenibilidad en la Bolsa de Valores de Colombia.

Conclusiones.

Bibliografía

Introducción

La protección al medio ambiente y las implicaciones del cambio climático se han convertido en una prioridad tanto para los Estados como para la comunidad internacional. Así, dentro de la agenda internacional se ha establecido una serie de compromisos tanto domésticos como internacionales en aras de salvaguardar el medio ambiente, los cuales, por regla general son de obligatorio cumplimiento por parte de los Estados (Sands, 2003, pág. 3)

Colombia no ha sido ajena a esta dinámica internacional en materia de protección al medio ambiente. Así, en la Constitución Política de 1991 se establecieron una serie de derechos de carácter colectivo en materia ambiental, mecanismos de protección para dichos derechos y la obligación del Estado de establecer políticas públicas encaminadas a proteger el medio ambiente y preservar la biodiversidad de nuestro país.

Por otra parte, la protección al medio ambiente y el impacto de temas sociales no ha sido ajena a los mercados financieros. En este sentido, dentro de los mercados bancarios se han implementado de forma voluntaria prácticas de otorgamiento de crédito bajo estándares ambientales y sociales (A y S) (Gallardo Vásquez, 2006), al igual que estándares corporativos ambientales al interior de la entidad financiera (Amaya & Amaya, 2010). A su vez, los mercados de valores han creado criterios de suministro de información A y S -ya sea de forma voluntaria u obligatoria- por parte de los emisores de valores, indicadores de sostenibilidad y prácticas responsables de inversión.

Ahora bien, un tema de trascendental importancia es el de determinar si el Estado dentro de sus facultades de intervención en los mercados financieros puede imponer la obligatoriedad de estándares en materia A y S para los diferentes participantes de dichos mercados (bancos, emisores de valores, intermediarios de valores, aseguradoras, bolsas de valores) y cuáles serían las implicaciones en materia de costos y de beneficios para dichos participantes.

No se debe perder de vista, que la arquitectura constitucional colombiana determina que las actividades financieras, del mercado de valores, del mercado de seguros y cualquier otra relacionada con el aprovechamiento e inversión de recursos del público son de interés público, razón por la cual, el Estado cuenta con mecanismos de intervención frente a estos mercados.

Bajo los anteriores precedentes, surgen las siguientes preguntas de investigación: *¿Cuáles deberían ser las respuestas regulatorias y de supervisión por medio de las cuales el Estado velaría por el cumplimiento de criterios ambientales y sociales en el mercado de valores colombiano? Y ¿Cuáles*

serían los costos y beneficios que acarrearía el suministro obligatorio de información ambiental y social por parte de los participantes del mercado de valores colombiano?

Con el fin de plantear una respuesta preliminar a estas preguntas de investigación, se parte de la necesidad que dentro del proceso de intervención del Estado en los mercados de valores se les imponga la obligación a los emisores de suministrar información sobre criterios A y S, se le obligue a los intermediarios de valores a establecer sistemas de administración de riesgos A y S y, se vele por la implementación de índices bursátiles de sostenibilidad dentro de los sistemas de negociación de valores.

Igualmente, el suministro de información A y S tendría efectos positivos tanto para emisores de valores, intermediarios e inversionistas, representados en costos de oportunidad, costos reputacionales, mitigación de riesgos operativos y legales, nuevo acceso a clientes, entre otros.

Como objetivo de este trabajo, se busca establecer cuáles serían los criterios de intervención por medio de los cuáles el Estado colombiano podría imponer a los participantes del mercado de valores el cumplimiento de estándares A y S y cuáles serían los costos y beneficios que acarrearía el suministro de dicha información.

La metodología de investigación de este trabajo consistió en el análisis de fuentes bibliográficas e información pública. El trabajo es de tipo descriptivo y de enfoque cualitativo, pues tiene el propósito de explicar las características del tema tratado con fundamento en el análisis de las fuentes de información. No se realizaron estudios de campo ni encuestas.

En el trabajo a partir de postulados ambientales constitucionales, se examinará el papel del Estado y su incidencia en la intervención en los mercados financieros. Se presentarán algunas experiencias internacionales sobre el suministro de información A y S en los mercados de valores para finalizar con un análisis de los costos que acarrearía en Colombia, el suministro obligatorio de dicho tipo de información por parte de los emisores de valores, la implementación de sistemas de administración de riesgo A y S por parte de los intermediarios y, la implementación de indicadores de sostenibilidad por parte de los sistemas de negociación en el mercado.

I. La intervención del Estado colombiano en los mercados de valores desde la constitución ecológica y social.

1.1. El medio ambiente en la Constitución política de 1991.

La inclusión de la cláusula del Estado Social de Derecho dentro de la Constitución Política de 1991 representó un cambio de paradigma en el modelo constitucional colombiano. De esta manera, se pasó de una constitución de carácter programático que reconocía únicamente derechos de carácter individual a una Constitución de carácter valorativo que les impone a las ramas del poder público el cumplimiento de una serie de principio de carácter constitucional en aras de garantizar no solo el reconocimiento de derechos constitucionales sino su materialización².

² En este sentido, la Corte Constitucional en la sentencia C--566 de 1995 señaló que: "... El Estado social de derecho se erige sobre los valores tradicionales de la libertad, la igualdad y la seguridad, pero su propósito principal es procurar las condiciones materiales generales para lograr su efectividad y la adecuada integración social. A la luz de esta finalidad, no puede reducirse el Estado social de derecho a mera instancia proclivadora de bienes y servicios materiales. Por esta vía, el excesivo asistencialismo, corre el riesgo de anular la libertad y el sano y necesario desarrollo personal.

Ahora bien, teniendo como antecedentes tratados internacionales de derechos humanos los cuales a su vez hacen parte de la Constitución en los términos del bloque de constitucionalidad (Rodríguez & Borrero, 2012, pág. 4), el marco constitucional estableció una constitución ecológica³. Así, en palabras de Amaya, “la actitud audaz y vanguardista del Gobierno nacional y de los constituyentes de 1991 dio como resultado, por lo menos en lo ambiental, un cuerpo normativo garantista y promotor de una nueva variable para la gestión pública nacional, regional y local” (Amaya Navas, 2016, pág. 153).

Así, el constituyente consagró el derecho constitucional a un ambiente sano, a través de una participación tanto de los ciudadanos como del Estado por medio del establecimiento de políticas públicas y de la materialización de responsabilidades en temas ambientales por parte de la comunidad.

En otras palabras, la defensa al medio ambiente es entendida desde la cláusula del Estado Social de Derecho como i) un principio que irradia toda la Constitución y que es de obligatorio cumplimiento, ii) un derecho constitucional exigible, iii) una obligación del Estado y de la comunidad y, iv) un servicio público en cuanto al saneamiento ambiental⁴.

Igualmente, la Constitución consagró en su artículo 80 el concepto de desarrollo sostenible, entendido como “un modelo económico de crecimiento que busca satisfacer las necesidades de la presente generación sin comprometer la capacidad de las generaciones futuras para satisfacer sus propias necesidades” (Amaya Navas, 2016, pág. 192)⁵.

De lo expuesto se puede concluir que el medio ambiente es un pilar dentro de la estructura del Estado Social de Derecho colombiano, razón por la cual, existe la obligación constitucional para las autoridades estatales dentro de sus procesos de intervención y de implementación de políticas públicas de velar por su protección y, para los particulares, de promover la defensa de dicho derecho constitucional.

1.2. Modelo de intervención del Estado colombiano en los mercados de valores.

Se parte en este trabajo de la postura según la cual, el Estado interviene en los mercados financieros para corregir fallas del mercado, verbigracia, externalidades negativas, asimetría de la información, riesgo moral, protección a la competencia, entre otros (Stiglitz, 2010, pág. 13) (Consejo

En este sentido, los derechos prestacionales, la asunción de ciertos servicios públicos, la seguridad social, el establecimiento de mínimos salariales, los apoyos en materia laboral, educativa y de salud pública, entre otros institutos propios del Estado social de derecho, deben entenderse como fines sociales de la acción pública que se ofrecen a los individuos para que éstos puedan contar con una capacidad real de autodeterminación. Las finalidades sociales del Estado, desde el punto de vista del individuo, son medios para controlar su entorno vital y a partir de allí desarrollar libremente su personalidad, sin tener que enfrentarse a obstáculos cuya superación, dado su origen, exceda ampliamente sus fuerzas y posibilidades.”

³ La Corte Constitucional ha entendido como constitución ecológica “La Constitución de 1991 modificó profundamente la relación normativa de la sociedad colombiana con la naturaleza. Por ello esta Corporación ha señalado, en anteriores decisiones, que la protección del medio ambiente ocupa un lugar tan trascendental en el ordenamiento jurídico que la Carta contiene una verdadera “constitución ecológica”, conformada por todas aquellas disposiciones que regulan la relación de la sociedad con la naturaleza y que buscan proteger el medio ambiente.” Colombia, Corte Constitucional, sentencia T-411 de 1992, C-126 de 1998, T-760 de 2007, entre otras.

⁴ El desarrollo que ha realizado la corte Constitucional sobre el punto es muy amplio a través de la doctrina constitucional que ha establecido sobre el particular, destacándose entre otras: Colombia, Corte Constitucional sentencia C-431 de 2000, C-666 de 2000, T-514 de 2013, C-449 de 2015.

⁵ Colombia, Corte Constitucional, sentencia C-159 de 1994: “La Constitución Política de Colombia, con base en un avanzado y actualizado marco normativo en materia ecológica, es armónica con la necesidad mundial de lograr un desarrollo sostenible, pues no sólo obliga al Estado a planificar el manejo y aprovechamiento de los recursos naturales sino que además, al establecer el llamado tríptico económico determinó en él una función social, a la que le es inherente una función ecológica, encaminada a la primacía del interés general y del bienestar comunitario. Del contenido de las disposiciones constitucionales citadas se puede concluir que el Constituyente patrocinó la idea de hacer siempre compatibles el desarrollo económico y el derecho a un ambiente sano y a un equilibrio ecológico” Se ha mantenido la misma posición en las sentencias: C-671 de 2001, C-339 de 2002

Nacional de Política Económica y Social, 2005). Ahora bien, con el fin de materializar dicha intervención, cada Estado establece un “modelo institucional (Llewellyn , 2006)⁶” estructurado por un regulador, un supervisor y un Banco Central. Así, se determina su estructura dependiendo de los siguientes factores:

- Si cuentan con una agencia unificada⁷ o integrada⁸ en materia de regulación y supervisión.
- Quién es la entidad encargada de velar por el cumplimiento de las normas en materia de protección al consumidor al financiero, es decir, si la supervisión la realiza una agencia especializada en consumidor financiero, una agencia global para cualquier tipo de consumidor o, el mismo supervisor financiero.
- El papel que cumple el banco central en las funciones de supervisión y regulación financiera.

Bajo estos criterios, se procederá a analizar de forma general la estructura institucional colombiana de intervención en los mercados financieros. Así, el antecedente de intervención del Estado en los mercados de valores tiene rango constitucional en el artículo 335, el cual establece sobre el particular:

“Artículo 335. Las actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos de captación a las que se refiere el literal d) del numeral 19 del artículo 150 son de interés público y sólo pueden ser ejercidas previa autorización del Estado, conforme a la ley, la cual regulará la forma de intervención del Gobierno en estas materias y promoverá la democratización del crédito”

Dicho artículo ha sido desarrollado jurisprudencial por la Corte Constitucional de una forma no muy clara⁹, bajo el entendido que las actividades financieras y aseguradoras son consideradas como de interés público y/o servicios públicos, mientras que las actividades del mercado de valores son de interés público (Lopez, 2013, pág. 127). De igual manera, del citado artículo se desprende el marco constitucional para las competencias del regulador y supervisor financiero, temas que serán analizados a continuación.

- **Regulador**

El proceso de regulación en el mercado de valores busca facilitar la formación de capital, el crecimiento económico y la competencia en el mercado (IOSCO, 2003). Así, la regulación debe ser efectiva, es decir, contar con criterios tales como: i) no debe ser un mecanismo que restrinja la entrada y salida de mercados; ii) los mercados tienen que estar abiertos a todos los participantes que cumplan con los requisitos de entrada; iii) el regulador debe tener en cuenta las consecuencias de los requisitos establecidos y; iv) la regulación debe ser igual para todos los participantes del

⁶Se entiende por estructura institucional a los aspectos relacionados con el número y la estructura de las agencias responsables de la regulación y supervisión de las instituciones y mercados financieros que incluye el rol del banco central en esta área.

⁷Una agencia unificada se refiere al caso donde no solamente la supervisión prudencial de todas compañías se encuentra localizada en una agencia única sino que la misma agencia es también responsable de la supervisión y regulación de conducta de negocios.

⁸La regulación prudencial de todas las compañías financieras (bancos, seguros y valores) es conducida por una agencia única más que por agencias separadas por cada tipo de compañía financiera.

⁹ Así por ejemplo en la sentencia C-860 de 2006 la Corte Constitucional señaló que la actividad bancaria es un servicio público y la actividad bursátil es catalogada como de interés público. Por ejemplo, en la sentencia T- 640 de 2010 definió que las actividades financieras, aseguradoras y del mercado de valores son de interés público sin que se hubiese hecho alusión al término de servicio público. Esta misma posición fue definida por la Corte Constitucional a través de la sentencia T -007 de 2015

mercado (IOSCO, 2003). Igualmente, la regulación busca mitigar los efectos del riesgo sistémico, mantener la estabilidad financiera de las instituciones, proteger a los consumidores e inversionistas y, promover que los mercados sean seguros y eficientes (Financial Regulatory systems working group, 2008).

Ahora bien, el constituyente colombiano estableció en su artículo 150 No. 19 un modelo de leyes marco, por medio del cual, el Legislador consagra criterios generales sobre asuntos económicos para que éstos sean desarrollados por el Ejecutivo¹⁰. Así, para los mercados de valores se promulgó la Ley 964 de 2005, a través de la cual, se determinó los objetivos de intervención del Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores. Dentro de este esquema, el Presidente de la República es la autoridad constitucionalmente autorizada para desarrollar el contenido de la Leyes Marco¹¹, el cual le delegó dicha función al Ministerio de Hacienda y Crédito Público¹².

Finalmente, participa en el proceso de regulación del mercado de valores colombiano el autorregulador de dicho mercado (AMV). Esta figura se implementó con el fin de permitirles a los intermediarios de valores establecer criterios para desarrollar sus actividades de forma más ágil y acorde al desarrollo propio del mercado. Así, la AMV es la entidad autorizada por el Estado para cumplir funciones de autorregulación en Colombia, contando con funciones normativas¹³, de supervisión¹⁴, disciplinarias¹⁵ y de certificación¹⁶.

- Supervisor

La supervisión es un elemento esencial del modelo institucional, ya que, a partir de éste, se busca el cumplimiento de la regulación por parte de las instituciones financieras a través de procesos de inspección, vigilancia y control (IOSCO, 2003)¹⁷. Ahora bien, todo modelo de supervisión debe ser eficaz, es decir, el supervisor debe contar con competencias claras, al igual que tener un marco

¹⁰ Sobre el particular: Colombia, Corte Constitucional, Sentencia C-140 de 2007 ; Sentencia C-553 de 2007; Sentencia C-438 de 2011, M.P. Luis Ernesto Vargas Silva.

¹¹ Colombia, Corte Constitucional. Sentencia C-173 de 2014. M.P. Mauricio González Cuervo. De igual manera: Sentencia C-058 de 2010, M.P. Mauricio González Cuervo; Sentencia C-1190 de 2008, M.P. Jaime Araujo Rentería.

¹² Sobre el particular, la Ley 35 de 1993 establece: "Artículo 33. *Facultades de Regulación. El Gobierno Nacional, ejercerá por conducto del Ministerio de Hacienda las facultades de regulación ordinaria asignadas actualmente a la Superintendencia Bancaria y otros organismos de acuerdo con las siguientes disposiciones*"

¹³ Se entiende por funciones normativas: "La función normativa de los organismos de autorregulación consiste en la adopción de reglamentos que deben ser observados por los miembros sometidos a su competencia, así como por las personas naturales vinculadas a estos, para asegurar el correcto funcionamiento de la actividad de intermediación de valores". Artículo 24 de la Ley 964 de 2005 en concordancia con el artículo 11.4.3.1.3. del Decreto 2555 de 2010

¹⁴ Se entiende por funciones de supervisión: "La función de supervisión de los organismos de autorregulación consiste en la verificación del cumplimiento de las normas del mercado de valores relativas a la actividad de intermediación, los reglamentos expedidos por los organismos de autorregulación respectivos y los reglamentos de las bolsas de valores, los sistemas de negociación y los sistemas de registro, a través de metodologías y procedimientos de reconocido valor técnico." Artículo 24 de la Ley 964 de 2005 en concordancia con el artículo 11.4.3.1.4. del Decreto 2555 de 2010

¹⁵ Se entiende por funciones disciplinarias: "En la investigación de hechos y conductas con el fin de determinar la responsabilidad por el incumplimiento de las normas del mercado de valores, de los reglamentos de autorregulación y de los reglamentos de las bolsas de valores, de los sistemas de negociación y de los sistemas de registro, iniciar procesos e imponer las sanciones a que haya lugar". Artículo 24 de la Ley 964 de 2005 en concordancia con el artículo 11.4.3.1.5. del Decreto 2555 de 2010.

¹⁶ Se entiende por funciones de certificación la facultad que tiene el ente de autorregulación para realizar exámenes y analizar las condiciones personales de las personas naturales que realizan operaciones de intermediación en el mercado de valores. Dicha certificación otorgada por el ente de autorregulación, es un requisito sine qua non para obtener la inscripción en el registro nacional de profesionales del mercado de valores RNPM. Se deben certificar los directivos, asesores comerciales, operadores de mercado de renta fija y variable. Sobre el particular el artículo 5.4.4.1.1. del Decreto 2555 de 2010 establece: "Se entiende por entidades aplicantes las personas jurídicas que ejerzan funciones de autorregulación, las bolsas de valores, las organizaciones gremiales o profesionales y las instituciones de educación superior debidamente constituidas, que hayan sido autorizadas previamente por la Superintendencia Financiera de Colombia para proveer el examen en cualquiera de sus especialidades"

¹⁷ IOSCO: 8. El regulador tendrá extensos poderes de inspección, investigación y supervisión. 9. El regulador tendrá amplios poderes para la aplicación de la ley. 10. El sistema regulador garantizará un uso efectivo y creíble de los poderes de inspección, investigación, supervisión, aplicación de la ley y la implantación de un programa efectivo de cumplimiento.

regulatorio que confiere a cada autoridad responsable las potestades legales necesarias para autorizar bancos, realizar una supervisión continua, asegurar el cumplimiento de la ley y, adoptar las oportunas medidas correctivas en materia de seguridad y solvencia bancaria (Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, 2011).

En Colombia, el proceso de supervisión de los mercados financieros está en cabeza de la Superintendencia Financiera de Colombia, el cual es un supervisor unificado e integrado, ya que supervisa los mercados bancarios, de valores y de seguros, al igual que conoce administrativa y judicialmente asuntos en materia de consumidor financiero.

1.3. Alcance de la constitución social y ecológica colombiana en el proceso de intervención en los mercados de valores.

La cláusula del Estado Social de Derecho juega un papel trascendental en el proceso de intervención del Estado en el modelo constitucional colombiano, ya que el Estado no solo realiza dicho proceso en aras de corregir las posibles fallas del mercado que se presenten sino con el fin de velar por los postulados de tal esquema constitucional, tales como la materialización de los derechos, condiciones dignas a la población, esquemas de justicia distributivas, entre otros.

Ahora bien, de los postulados de la constitución social y ecológica colombiana y de los criterios de intervención del Estado en los mercados de valores atrás analizados, se debe partir de la siguiente premisa constitucional: tanto el regulador como el supervisor del mercado de valores deben establecer criterios A y S a los participantes del mercado de valores colombiano en aras de garantizar los derechos de carácter constitucional consagrados en la constitución social y ecológica de 1991.

La razón de tal afirmación se justifica en el hecho de que la Constitución Política de 1991 tiene un carácter de normativa, es decir vincula al Legislador y al Ejecutivo dentro de su proceso de intervención Estatal, al igual que cuenta con una esencia valorativa, ya que le impone una serie de valores de rango constitucional que deben ser aplicados y realizados por las ramas del poder público dentro de su proceso de intervención en la economía. (Uprimmy & Rodriguez , 2006).

En otras palabras, el proceso de intervención del Estado colombiano en el mercado de valores no se debe limitar exclusivamente a establecer criterios en materia prudencial, protección a los inversionistas y transparencia y disciplina del mercado, sino por expreso mandato constitucional de la cláusula general del Estado Social de Derecho, debe velar por la “materialización” de los derechos constitucionales de carácter ambiental y social. Una interpretación distinta desconocería el alcance constitucional de la intervención del Estado dentro del esquema del Estado Social de Derecho.

Ahora bien, se debe partir del interesante acercamiento realizado por Baquero según el cual, en Colombia desde la perspectiva de los desarrollos legislativos propias de la intervención del Estado en las actividades de interés público que se realizan en el mercado de valores, no existe ninguna ley vigente que, de manera especial, las relacione con el cuidado del medio ambiente. (Baquero Herrera, 2016, pág. 623)

Lo anterior significa, que, si bien el Estado dentro de su proceso de intervención en los mercados de valores no ha establecido la obligatoriedad del cumplimiento de estándares A y S para los participantes de dicho mercado, lo anterior no significa que tanto el Legislador como el Ejecutivo

dentro de su proceso de intervención no tengan la obligación de imponer el cumplimiento de dichos criterios.

No obstante, si bien la obligatoriedad del suministro de información A y S encuentra una justificación de carácter constitucional dentro del esquema de intervención en los mercados financieros colombianos, en la práctica se deben analizar cuáles son las implicaciones en materia de costos y beneficios frente a los intervinientes del mercado de valores. Así, tal tema se desarrollará en el punto III de este documento.

II. Experiencias internacionales frente a la implementación de estándares A y S en el mercado de valores.

2.1. Criterios para el suministro y administración de información A y S.

Se expondrán a continuación los principales mecanismos por medio de los cuales, los participantes del mercado de valores han entregado o usado información A y S dentro del contexto internacional. Veamos:

2.1.1. Suministro de información ambiental y social por parte de los emisores de valores.

Se realizará una presentación general de la regulación norteamericana sobre la materia, por ser un referente normativo para los otros modelos regulatorios. Igualmente, se analizará la nueva regulación peruana en materia de información A y S, toda vez que es uno de los primeros antecedentes en América Latina.

- **Regulación norteamericana.**

En Estados Unidos, tanto de la “Securities Exchange Act” como de la regulación de la SEC, se puede establecer la obligación del suministro de información en el mercado de valores en lo referente a compromisos ambientales “environmental liabilities” (Mark, 2009). Siguiendo a Latham, en la regulación norteamericana las empresas emisoras que se encuentran bajo la supervisión de la SEC, tienen la obligación de cumplir con los siguientes criterios, dentro de los que el autor cataloga como environmental liabilities (Latham, 2009)

Así, una primera obligación es el cumplimiento por parte de las empresas de toda la normatividad ambiental junto con su reglamentación¹⁸. Una segunda carga, son las sanciones administrativas impuestas por la autoridad competente, cuando la empresa incumple una obligación de carácter ambiental, al igual que el subsecuente daño patrimonial al que se ve expuesto frente a su reputación (riesgo reputacional). Finalmente, se encuentran los gastos a los que se ve inmerso la empresa en relación con procesos de limpieza ambiental, descontaminación y estado de restitución por daños ambientales.

Ahora bien, dentro de la evolución de la regulación norteamericana sobre la materia, la SEC en la década de los 70 estableció para los emisores la obligación de revelar cuáles son los impactos

¹⁸ Se destacan, los gastos en que incurre una empresa para el tratamiento y manejo de residuos peligrosos, los sistemas tecnológicos que debe utilizar la empresa para el manejo de agentes contaminantes, etc.

financieros del cumplimiento de la normatividad ambiental y los procesos judiciales a los que se ven expuestos en relación con la materia (Securities and Exchange Commission , 2010).

En 1982, la SEC estableció la "Regulation S-K Environmental disclosures", en donde se destaca: i) ítem 101: la obligación para las empresas emisoras de revelar el cumplimiento de las normas ambientales federales, estatales y locales y el impacto de éstas normas sobre sus gastos de capital, ganancias y posición competitiva; ítem 103: la obligación para la empresa emisora de revelar la información sobre los procesos judiciales y administrativos que tiene pendientes, de acuerdo a la normatividad ambiental federal, estatal y local y; ítem 303, en donde el emisor debe reportar información de gestión y análisis de las condiciones financieras y resultado de operaciones (*Management Discussion and Analysis of Financial Conditions and Results of Operations (MD&A)*), es decir, el impacto de situaciones ambientales que pueden incidir financiera y operativamente al interior de la empresa. (Grayson & Boye- Williams, 2011)

En cuanto a cambio climático, la SEC expidió en febrero de 2010 la "Commission Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change, Exchange Act Release", por medio de la cual, se dio instrucciones precisas a los emisores sobre el suministro de información en materia de cambio climático, para que los inversionistas puedan tener precisión sobre las condiciones de la empresa en materia de cumplimiento de estándares regulatorias sobre la materia. Ahora bien, no se debe perder de vista, que en EEUU las empresas tienen la obligación de remitirle información en materia de cambio climático a la United States Environmental Protection Agency "EPA" (Agencia de protección ambiental de los Estados Unidos) (Securities and Exchange Commission , 2010)

Así, los emisores norteamericanos deben evaluar las implicaciones de revelar la información en materia de cambio climático sobre los siguientes puntos: i) las repercusiones de la regulación en materia de cambio climático; ii) el impacto de los acuerdos internacionales; iii) las consecuencias de la regulación en las estructuras negociales del emisor y; iv) las consecuencias del cambio climático (aumento del nivel mar, huracanes, inundaciones, sequías, etc.), que puedan tener una incidencia en el emisor. (Securities and Exchange Commission , 2010)

Por otra parte, el no cumplimiento del suministro de información en temas de compromisos ambientales podría llevar a que el inversionista realice reclamaciones en los estrictos términos de la sección 10 (b) 29 de la provisión primaria antifraude y, de la regla 10b-5, 25 sección 13,296 y la sección 1421 de la Exchange Act 1934. (Mark, 2009). Sin embargo, en los Estados Unidos no existe un precedente en el cual la SEC hubiese sancionado a un emisor por el no suministro de información en materia de compromisos ambientales.

No obstante, se tiene el antecedente del Fiscal General de Nueva York, el cual, en el año 2007 solicitó información a las empresas AES Corporation, Dominion Resources, Xcel Energy, Peabody Energy y Dynegy Inc. con el fin de determinar si éstas estaban cumpliendo con su obligación de suministrar información a los inversionistas en relación con los riesgos en materia de cambio climático que afrontaban dichas empresas por razón de sus actividades industriales.

Finalmente, es importante destacar la conclusión a la que llega Mark para el caso norteamericano, al afirmar que, de la regulación tanto de la SEC como de las demás entidades reguladores del caso, no

existe un mecanismo por medio del cual se pueda coaccionar al emisor para que haga un suministro efectivo de información en materia de estándares ambientales (Mark, 2009, pág. 703)¹⁹

- **Regulación peruana.**

La Superintendencia del Mercado de Valores de Perú (SMV), a través de la Resolución No. 033-2015-SMV/01 del 15 de diciembre de 2015²⁰, le impuso a los emisores la obligación de presentar un reporte de sostenibilidad corporativa de forma anual, con el fin de que los inversionistas tengan la posibilidad de establecer una proyección de riesgo a largo plazo sobre el impacto de la empresa.

Así, la SMV a través del reporte de sostenibilidad puede identificar cuáles emisores están implementando estándares A y S al igual que se puede poner en público conocimiento dicha situación a los inversionistas. Para la fecha, en el país andino no existe algún antecedente administrativo o judicial que se hubiese pronunciado sobre el tema, razón por la cual, no se cuenta con mayor información del caso.

2.1.2. Índices ambientales internacionales.

Los índices de sostenibilidad ambiental son indicadores bursátiles²¹ que permiten determinar cuál es el comportamiento de empresas emisoras en materia A y S. De esta manera, las empresas que hacen parte de dicho índice no solo deben cumplir criterios estrictamente financieros sino también A y S.

Dentro de los índices de sostenibilidad, el más representativo es el Down Jones sustainability index, el cual realiza un análisis del desempeño económico, ambiental, de prácticas en materia laboral y respeto de derechos humanos. Es importante establecer que dicho índice tiene un referente mundial, el DJSI World index y otros regionales, tales como el DJSI Asia Pacific, DJSI Emerging Markets, DJSI Europe, DJSI North America, DJSI Australia, DJSI Korea y, DJSI World Enlarged.

Ahora bien, dentro de los índices de sostenibilidad más influyentes a nivel mundial se destacan:

Índice de sostenibilidad	Familias dentro del índice	Alcance
Down Jones sustainability index	DJSI World index	Referente mundial
	DJSI Asia Pacific	Referente regional
	DJSI Emerging Markets	
	DJSI Europe	Referente regional
	DJSI North America	Referente regional
	DJSI Australia	Referente local
	DJSI Korea	Referente local

¹⁹ "Regarding the regulatory risks to businesses that climate change presents, the current disclosure scheme may not impose a disclosure obligation. Federal legislative inaction to combat climate change by reducing greenhouse gas emissions is one basic reason disclosure of regulatory risk may not be triggered by the current regime. Although numerous bills have been introduced in Congress, 35 to date, there is no federal regulatory effort in place specifically targeting mandatory reductions in greenhouse gas emissions.³⁶ As a consequence, businesses with intense carbon dioxide and other greenhouse gas emissions, as well as industry sectors that produce products resulting in emissions of climate-changing gases, presently escape the need to acknowledge that significant costs might be incurred to substantially reduce emissions under federal law" (Mark, 2009, pág. 703)

²⁰ Perú, Superintendencia del Mercado de Valores. Resolución No. 033-2015-SMV/01 del 15 de diciembre de 2015. <https://www.kpmg.com/PE/es/Documents/Links/Resolucion-SMV-033-2015.pdf>

²¹ Se entiende por indicador bursátil como mecanismos informativos por medio de los cuales los inversionistas de valores pueden ejecutar acciones eficaces con el fin de adquirir o enajenar algún instrumento financiero transable en Bolsa

	DJSI World Enlarged	
The S&P ESG Sovereign Bond Index Family Este índice les ofrece a los inversionistas una visión sobre los países que cumplan estándares ambientales en relación la deuda pública emitida por los Estados, en relación con la ponderación otorgada por RobecoSAM ²²	The S&P ESG Pan-Europe Developed Sovereign Bond Index	Tiene como fundamento, los bonos soberanos emitidos por los países desarrollados de Europa, según la correspondiente puntuación otorgada por RobecoSAM
FTSE4 GOOD	FTSE4 GOOD ASEAN	Bolsa de Indonesia
		Bolsa de Filipinas
		Bolsa de Singapur
		Bolsa de Tailandia
		Bolsa de Malasia
	FTSE4 GOOD IBEX	
FTSE4GOOD Global Minimum Variance Index		
FTSE4Good Malasia Bursa		

En el caso latinoamericano se destacan los siguientes índices de sostenibilidad:

Índice	Bolsa que lo administra	Alcance
Índice de sustentabilidad empresarial ISE	BM & FBOVESPA	El ISE es un instrumento de referencia para el desempeño de las empresas en la BM & FBOVESPA bajo el aspecto de la sostenibilidad corporativa, basada en la eficiencia económica, el equilibrio del medio ambiente, la justicia social y el gobierno corporativo. También se extiende la comprensión de las compañías y grupos comprometidos con la sostenibilidad, diferenciándolos en términos de calidad, nivel de compromiso con el desarrollo sostenible, la equidad, la transparencia y la rendición de cuentas, la naturaleza del producto, además de la evolución del negocio en los aspectos económicos y financieros ²³
Índice de Carbono Eficiente ICO2	BM & FBOVESPA	Este indicador comprende las acciones de las empresas que participan en el índice IBrX50 que accedieron a participar en esta iniciativa mediante la adopción de prácticas transparentes en cuanto a sus emisiones de gases de efecto invernadero (GEI), tiene en cuenta para la consideración de acciones de las empresas, su grado eficiencia de las emisiones de gases de efecto invernadero, además de free float (acciones en circulación) de cada uno ²⁴ .
IPC Sustentable	Bolsa Mexica De Valores	Este índice tiene como objetivo integrar en una canasta, a las empresas emisoras listadas en México, que mejor se encuentran posicionadas con relación a su compromiso con el medio ambiente, sus principales grupos de interés y gobierno corporativo. ²⁵
Indice Dow Jones sustainability Chile index	Bolsa de comercio de Santiago	El índice DJSI Chile está compuesto por 12 empresas que cumplen ciertos criterios de sostenibilidad de mejor forma que sus pares de la industria. El factor clave en la forma de elegir las empresas – que se usa para cualquier índice de sostenibilidad de S&P - está dada por la puntuación TTS (Total

²² RobecoSAM es una empresa especializada en inversiones cuyo foco es lo pertinente a inversiones sostenibles. Para más información <http://www.robecosam.com/en/about-us/about-robecosam.jsp> (Agosto 24 de 2016)

²³ Consultado de http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-de-sustentabilidade/indice-de-sustentabilidade-empresarial-ise-1.htm

²⁴ Consultado de http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-de-sustentabilidade/indice-carbono-eficiente-ico2.htm

²⁵ Consultado de <http://bolsamexicanadevalores.com.mx/ipc-sustentable-bmv/>

		Sustainability Score) calculada usando la evaluación anual de Sostenibilidad Corporativa de RobecoSAM ²⁶
--	--	---

2.1.3. Sustainable stock exchanges.

Es una iniciativa de la UNCTAD, the UN Global Compact, the UN Environment Program Finance Initiative y the Principles for Responsible Investment, con el fin de buscar mayores criterios de transparencia de las empresas y una mejor gestión en materia A y S y de gobierno corporativo. Así, dicha finalidad se materializa a través de trabajos colaborativos entre inversionistas, reguladores y las empresas²⁷.

Desde el año 2012, se incorporaron a dicha iniciativa las bolsas de BM&FBOVESPA (Brasil), the Egyptian Exchange, Johannesburg Stock Exchange, Borsa Istanbul y Nasdaq. En la actualidad participan 59 Bolsas alrededor del mundo, destacándose para el caso latinoamericano la Bolsa Mexicana de Valores, la Bolsa de Comercio de Santiago, la Bolsa de Valores de Lima y la Bolsa de Valores de Colombia²⁸.

2.1.4. Principios para la inversión responsable.

Dichos principios responden a una iniciativa entre los inversionistas institucionales y la ONU, con el fin de buscar que los primeros incorporen en sus prácticas de inversión estándares en materia A y S y de gobernanza corporativa (PRI Association, 2006)

Dichos principios responden a una serie de iniciativas colaborativas en las cuales han participado inversionistas e instituciones financieras, con el fin de hacer uso de mecanismos A y S en los procesos de administración de inversiones. Así, se destacan el proyecto de revelación de carbono, la iniciativa de transparencia en la industria extractiva y los sustainable investment forums (Bolsa de Valores de Colombia, 2014, pág. 14)

Principio	Alcance
Principio 1	Incorporaremos aspectos ASG en nuestros procesos de análisis y de adopción de decisiones en materia de inversiones.
Principio 2	Seremos propietarios de bienes activos e incorporaremos los aspectos ASG a nuestras prácticas y políticas.
Principio 3	Pediremos a las entidades en que invertamos que publiquen las informaciones apropiadas sobre los aspectos ASG
Principio 4	Promoveremos la aceptación y aplicación de los principios en la comunidad global de la inversión.
Principio 5	Colaboraremos para mejorar nuestra eficacia en la aplicación de los principios.
Principio 6	Informaremos sobre nuestras actividades y progresos en la aplicación de los principios.

2.2. Implicaciones financieras del suministro de información ambiental y social en los mercados financieros.

2.2.1. Valor de mercado de la empresa, rentabilidad y negociabilidad de la acción.

²⁶ Consultado de <http://www.bolsadesantiago.com/noticias/Paginas/Bolsa-de-Santiago-y-SP-Dow-Jones-Indice-lanzan-primero-%C3%ADndice-chileno-de-sostenibilidad.aspx>

²⁷ Consultado de <http://www.sseinitiative.org/about/>

²⁸ Para ver el listado completo pueden consultar <http://www.sseinitiative.org/sse-partner-exchanges/list-of-partner-exchanges/>

El suministro de información A y S ha tenido un crecimiento exponencial en los últimos años, motivado por los intereses de grupos ambientales, los criterios de inversionistas e imposiciones estatales. Así, según los estudios realizados por Cormier, Magnan y Aerts (Aerst, Cormier, & Magnan, 2008, pág. 653) la entrega de información A y S a los mercados ha sido promovida por empresas altamente contaminantes, al probarse empíricamente que las empresas con mayores riesgos ambientales son las más propensas a revelar información ambiental al mercado (Qiu, Shaukat, & Tharyan, 2016, pág. 103)²⁹

Para Qiu, Shaukat y Tharyan (Qiu, Shaukat, & Tharyan, 2016) cuando una empresa realiza una entrega objetiva de información A y S, dicha situación trae como consecuencia la materialización de beneficios al igual que costos de oportunidad. Igualmente, se ha entrado a determinar que el suministro de información A y S puede conferir ventajas competitivas a las empresas en el mercado. Es así como el estudio de Armitage y Marston (Armitage & Marston, 2008) determina que dicha entrega de información A y S genera un impacto sobre los inversionistas y una mayor reputación en la empresa, sin que lo anterior implique desde el punto de vista del autor, un impacto en el costo de la empresa³⁰.

Así, la revelación de información A y S podría generar ventajas competitivas frente a la empresa, tales como aumento en la lealtad de los clientes frente a la marca, confianza y lealtad de los proveedores y clientes, todo lo cual, representaría beneficios económicos reales para la empresa que divulga la información.

Botosan señala que la literatura y los estudios empíricos realizados determinan que a mayor suministro de información (entre ella A y S) se genera una reducción de los costos de capital social (cost of equity capital), aunque en palabras del citado autor, la investigación empírica realizada demostraría también que se estarían reduciendo asimetrías de información entre la empresa y los inversionistas (Botosan, 2006, pág. 39)³¹.

Acá, no se debe perder de vista que la asimetría de la información es un elemento a tener en cuenta en los mercados de valores, motivo por el cual, la entrega de información A y S no es solo un criterio para los inversionistas al momento de tomar decisiones y analizar el riesgo, sino que también puede influir en la información que están tomando los grupos de interés fuera de bolsa. Así, Cormier, Ledoux y Magnan (Cormier, Ledoux, & Magnan, 2011, pág. 1247) a partir de un estudio de empresas canadienses determinaron que la divulgación de información A y S reduce la asimetría de la información entre directivos y participantes en el mercado de valores, lo cual se presentó en el

²⁹ Aunque Cormier, Ledoux y Magnan establecen a partir de su estudio empírico que las empresas que tienen menor gestión ambiental, es decir, contaminan más, son menos propensas a divulgar información A y S (Cormier, Ledoux, & Magnan, 2011, pág. 1295)

³⁰ "The main benefits of disclosure are seen as promotion of confidence amongst investors and of a reputation for openness. While these effects could result in a lower cost of equity, they are seen by FDs as ends in themselves. Sixty-three percent choose to describe the main benefit of corporate communications in terms of confidence, integrity, good citizenship or understanding" (Armitage & Marston, 2008)

³¹ "From my review of the literature, I draw the following observations and suggestions for future research. First, academic research has made significant progress in estimating cost of equity capital, and this has allowed empirical disclosure research to progress. Even so, additional research is needed to advance the state of the art for practitioners and academics. Second, extant theory strongly supports the hypothesis that greater disclosure reduces cost of equity capital. However, the assumption that public disclosure mitigates information asymmetry, which underpins some of this literature, is worthy of additional consideration in light of early stage empirical evidence that public and private information act as complements in some circumstances. Third, while no one academic study is perfect, the sum total of the evidence accumulated across many studies using alternative measures, samples and research designs lends considerable support to the hypothesis that greater disclosure reduces cost of equity capital. Still, additional research might explain certain anomalous results in the literature (e.g. the positive association between timely disclosure level and cost of equity capital)" (Botosan, 2006, pág. 39)

estudio de casos en una menor volatilidad de la acción y en el spread³². Igualmente, encuentran una reducción de la volatilidad del precio de las acciones cuando se presenta una mayor divulgación por parte de las empresas sobre las deudas ambientales, riesgos y litigios.

Para Hail y Leuz, el suministro obligatorio de información (incluida la A y S) generaría una reducción de los costos de capital (cost of equity) que la empresa retorna a los accionistas al igual que un impacto en todos los mercados, mientras que, si el suministro de información es voluntario, los costos de capital dependerían de cada situación empresarial. Así, los citados autores determinaron una relación negativa entre el suministro de información obligatorio y los costos de capital (Hail & Leuz, 2007, pág. 485)³³.

Igualmente, en un estudio realizado por Dhaliwal, Zhen Li, Tsang y Yang se pudo constatar que el suministro de información de sostenibilidad y social empresarial trae como consecuencia para la empresa una reducción en los costos de capital³⁴ al igual que una mayor presencia de inversionistas interesados en la empresa (Dhaliwal, Zhen Li, Tsang, & Yang, 2011, pág. 59)³⁵

En contraste, en cuanto a las incidencias de establecer una obligatoriedad suministrar información A y S es interesante traer a colación los planteamientos esgrimidos por Ioannou y Serafeim, en relación con las implicaciones que tiene la obligatoriedad frente a las empresas. Así, de un estudio realizado frente a 58 países, los autores concluyeron que la regulación al establecer la obligatoriedad frente a la presentación de informes de sostenibilidad generaba que las empresas tuviesen una mejor gestión empresarial, una mayor visibilidad y confianza del público en éstas y, una disminución en materia de sobornos y prácticas de corrupción privada empresarial (Ioannous & Serafeim, 2011, pág. 29)³⁶.

Ahora bien, en cuanto a la relación de suministro de información A y S y una mayor rentabilidad de la empresa, Nelling y Webb determinan que existe una relación de causalidad (virtuous circle) entre suministro de información A y S y el rendimiento de la empresa, aunque no se puede probar empíricamente en todos los casos (Webb & Nelling, 2009, pág. 208)³⁷

Para finalizar este punto, es interesante el análisis de Qiu, Shaukat y Tharyan (Qiu, Shaukat, & Tharyan, 2016, pág. 113), los cuales, a partir de un análisis del estado del arte y la aplicación de modelos matemáticos determinaron que:

³² Entiéndase por spread como el diferencial que existe entre el precio mínimo de compra y el precio máximo de compra, en este caso, de la acción.

³³ "Our results support the conclusion that firms from countries with more extensive disclosure requirements, stronger securities regulation, and stricter enforcement mechanisms have a significantly lower cost of capital" (Hail & Leuz, 2007, pág. 485)

³⁴ Se entiende por costos de capital (cost of equity capital) es el retorno (tasa de rendimiento) que una empresa paga a sus accionistas con el fin de compensar el riesgo que asume al invertir en la empresa.

³⁵ "We find that firms with a high cost of equity capital in the previous year tend to initiate disclosure of CSR activities in the current year and that initiating firms with superior social responsibility performance enjoy a subsequent reduction in the cost of equity capital" (Dhaliwal, Zhen Li, Tsang, & Yang, 2011, pág. 59)

³⁶ "An implication for regulators is that if they want companies to perform better on ESG metrics then reporting could be a useful means to achieve this objective. An implication for companies is that reporting could change the way they conduct business. If better ESG performance provides a competitive advantage and leads to higher economic value, as it has been argued (Porter and Kramer, 2011), then reporting could enhance the economic value produced by a firm" (Ioannous & Serafeim, 2011, pág. 29)

³⁷ "Corporate social responsibility (CSR) and financial performance appear to be related when using traditional OLS regression models. However, this "virtuous circle" is found to be much weaker when examined using a fixed effects Granger causality approach. There is no evidence that CSR affects a firm's financial performance, and the only aspect of CSR driven by stock market performance is employee relations. If socially responsible activities provide benefits to the firm, they appear to manifest themselves in forms unrelated to financial performance" (Webb & Nelling, 2009, pág. 208)

1. Existe una relación positiva entre la revelación de información A y S y la rentabilidad. Así, se determinó que las empresas que aplican criterios objetivos de revelación de información A y S, generan un mayor rendimiento para la misma empresa.
2. Del contexto del Reino Unido se pudo entrever que los inversionistas realizan análisis en materia de información A y S. Igualmente, está probado que los inversionistas, en especial los institucionales, se preocupan más por las implicaciones A y S, y la reputación de dichas inversiones.
3. No se estableció una relación directa entre la revelación de información A y S y el valor de mercado de la empresa³⁸.
4. Para los inversionistas el tema A y S tiene una fuerte incidencia en su inversión, lo que a la postre genera beneficios reales.
5. Se generan unos beneficios tanto financieros como no financieros para la empresa que revela información A y S.

2.2.2. Políticas de inversión sostenible en el mercado de valores.

Frente a las políticas de inversión en el mercado de valores, cada día está tomando más auge lo relacionado con políticas de inversión sostenible. Tal y como se analizó en el punto anterior, la divulgación de información A y S tiene un impacto frente a los inversionistas, no solo por razón de las implicaciones reputacionales sino por las consecuencias que dicha información puede tener en la mitigación de riesgos.

Para contextualizar este punto y siguiendo el informe del Global Sustainable Investment Review del año 2016 (The Forum for Sustainable and Responsible Investment, 2016), se pueden traer a colación estas interesantes cifras:

- En el caso de los Estados Unidos, para el año 2016 existían inversiones con criterios sostenibles por el valor de 8,72 trillones de dólares, de los cuales 8,10 trillones están en cabeza de inversionistas institucionales y fondos de inversión, los cuales aplican criterios A y S. Dentro de las principales razones que tuvieron en cuenta los administradores de portafolios para realizar este tipo de inversión se destacan las zonas en donde se presentan conflictos, criterios en materia de cambio climático y emisión de gases efecto invernadero y, la no especificación de condiciones ambientales, sociales y de gobernabilidad.
- Frente a Canadá, para el año 2016, se tienen inversiones con criterios sostenibles por valor de 1,08 trillones de dólares. Dichas inversiones responden específicamente al papel que han desempeñado los gestores de inversión, al aplicar con mayor rigurosidad criterios A y S en sus

³⁸ "Our finding of no link between E disclosures and firm value while perplexing could be attributable to a number of reasons. First, it could be due to the nature of the disclosure score. Many prior studies mostly gauge the reaction to negative environmental news (e.g. Lorraine et al., 2004; Shane and Spicer, 1983). As Bloomberg score covers all types of E disclosures, both positive and negative, the score could be a noisy measure of the firm's underlying environmental performance. Second, prior evidence is usually limited to the environmentally sensitive sectors where environmental performance and its related disclosure would matter to investors as it would have real cash flow implications, in terms of environmental fines remediation and prevention costs, etc. (e.g. Al-Tuwaijri et al., 2004; Clarkson et al., 2011). Finally, even if objective and extensive E disclosures reflect superior underlying E performance, whether investors care about E disclosures and even E performance across the cross-section of industries remains an open question (given the mixed results on the link, see Aggarwal, 2013 for a recent review)" (Qiu, Shaukat, & Tharyan, 2016, pág. 113)

inversiones, al igual que el papel tanto de los Millennial investors y de los fondos de pensiones en la aplicación de dichos criterios. En cuanto a estos últimos, han implementado estos criterios dentro de sus inversiones, siendo la provincia de Ontario la que establece como obligatorio la aplicación de dichos criterios A y S.

- Para el caso de Latinoamérica, no existen datos claros tanto en el informe como en otras fuentes de información sobre los porcentajes y montos de inversión sostenible. Solo se presentan las experiencias de empresas como el Grupo Sura, Bancolombia, Deloitte, Vigeo, algunos adelantos en Argentina por parte del Fondo Nacional de pensiones, la Bolsa de Buenos Aires y bancos y, adelantos en México con su bolsa de valores, AFORES y Banorte.

III. Propuestas de implementación de estándares ambientales y sociales frente a los participantes del mercado de valores colombianos.

Partiendo de los presupuestos constitucionales del Estado Social de Derecho en donde la defensa del medio ambiente y la cuestión social han sido entendidas como un principio constitucional y un deber de obligatorio cumplimiento por parte de todas las autoridades del poder público, el Estado colombiano dentro de su proceso de intervención en los mercados de valores debe propiciar por la protección al medio ambiente de cuestiones sociales a través de la imposición de una serie de obligaciones a los participantes de dicho mercado.

Por otra parte, partiendo de las investigaciones empíricas analizadas en el punto anterior, se parte de las ventajas que representa el suministro de información A y S para el emisor, los inversionistas y el mercado en general. Así, en las siguientes líneas se establecerá de forma general, cómo se materializa dicha obligación en Colombia y cuáles podrían ser sus posibles efectos. Veamos:

3.1. Relación frente a los emisores.

Dentro del marco regulatorio colombiano, los emisores de valores tienen la obligación de inscribirse en registro nacional de valores y emisores RNVE, con el fin de contar con la autorización estatal para la correspondiente emisión de valores. Así, dicha autorización les genera a los emisores la obligación de suministrar información a los inversionistas, materializada tanto en el momento de la emisión como de forma posterior, en lo que se ha denominado como información relevante y periódica.

La información que debe reportar el emisor a los inversionistas y al sistema de negociación en el momento de la emisión, se encuentra el prospecto de información, según lo ordenado por el artículo 5.2.1.1.4. del Decreto 2555 de 2010. En el marco normativo actual, no se le impone la obligación al emisor de reportar en el prospecto de información, información relativa en materia A y S.

Ahora bien, es importante recalcar que en Colombia el suministro de información por parte de los emisores sobre temas A y S es voluntaria. Así, varios emisores de valores en Colombia han adoptado de forma voluntaria criterios A y S y los han puesto en público conocimiento. A título de ejemplo se destacan la empresa de energía de Bogotá, Mineros S.A., Grupo Éxito, Argos, Grupo Sura, Bancolombia, Davivienda, entre otros³⁹.

³⁹ Información consultada de los sitios web de dichos emisores.

Bajo estos presupuestos, una posible propuesta regulatoria en materia de información A y S le impondría al emisor que en el prospecto de información suministre: i) información en materia ambiental, social y de cambio climático; ii) identifique el impacto financiero y no financiero que ha tenido el tema ambiental y social en la empresa; iii) establezca el cumplimiento de las normas ambientales y sociales tanto domésticas como internacionales. La Superintendencia Financiera de Colombia tendría que establecer vía circular, la forma como el emisor debe materializar dicha información en el correspondiente prospecto de información.

En cuanto a la información periódica (artículos 5.2.4.1.1 y siguientes del Decreto 2555 de 2010), la regulación le debería imponer al emisor la obligación de suministrar información anual en materia A y S tal y como se ha consagrado en Estados Unidos y Perú.

Para tal fin, los emisores deberían presentar de forma obligatoria la información periódica haciendo uso de los estándares establecidos por la Global Reporting Initiative. Dicha institución creó una guía para la elaboración de memorias de sostenibilidad "G4"⁴⁰ la cual presenta una serie de principios de elaboración, unos contenidos básicos y un manual de aplicación con ánimo de facilitar la elaboración de las memorias de sostenibilidad por parte de las organizaciones, independientemente de su tamaño, sector o ubicación. Igualmente, es un referente internacional para aquellos interesados en la información sobre el enfoque del gobierno y el desempeño y la repercusión de las organizaciones en los ámbitos ambiental, social y económico. (Global Reporting Initiative, 2015, pág. 5)

Frente a la información relevante⁴¹, la regulación colombiana debería imponerle a los emisores la obligación de:

Tipo de información relevante	Cómo se materializaría
Situación financiera y contable	<ul style="list-style-type: none"> • Los costos ambientales a los que se ha visto expuesto el emisor. • Las repercusiones financieras a los que se ha visto expuesto el emisor por: i) el cumplimiento de la normatividad ambiental; ii) cumplimiento de condenas judiciales; iii) gastos de reparaciones en materia ambiental.
Situación jurídica.	<ul style="list-style-type: none"> • Demandas en temas ambientales y en materia de derechos humanos. • Sanciones administrativas por parte de las autoridades ambientales.
Situación comercial y laboral	<ul style="list-style-type: none"> • Problemas de carácter laboral colectivo al interior de la empresa (ya está consagrada en el numeral 8º, literal c del artículo 5.2.4.1.5 del Decreto 2555 de 2010)

Ahora bien, es procedente analizar las siguientes cifras con el fin de realizar algunos comentarios sobre la situación actual de los emisores de valores en relación con la revelación de información A y S y sobre cuáles serían las implicaciones frente a un posible suministro obligatorio de información.

⁴⁰ Se puede consultar en <https://www.globalreporting.org/resource/library/Spanish-G4-Part-One.pdf>

⁴¹ Se entiende por información relevante dentro del marco regulatorio colombiano como "toda situación relacionada con él o su emisión que habría sido tenida en cuenta por un experto prudente y diligente al comprar, vender o conservar los valores del emisor o al momento de ejercer los derechos políticos inherentes a tales valores" Decreto 2555 de 201 artículo 5.2.4.1.5

Así, es importante determinar que según información de la PNUD y del IDEAM, los sectores industriales que más contribuyen a la generación de gases efecto invernadero en Colombia son los sectores de energía, transporte, industria de los minerales y producción agropecuaria (IDEAM-PUDN- MADS-DNP- CANCELLERIA, 2016). Dentro de estos sectores, muchas empresas emisoras de valores en Colombia participan en actividades comerciales y empresariales, tal y como se desarrollará más adelante.

Por otra parte, dentro de las empresas enlistadas en la BVC, varias han adoptado de forma voluntaria la entrega de información adicional A y S a los inversionistas. Así, según la BVC, para el año 2016, 27 emisores enlistados estaban realizando reportes ambientales y sociales bajo criterios del Global Reporting Initiative⁴². Igualmente, la BVC implementó lo que se conoce como Reconocimiento de emisores IR, por medio de la cual, las empresas suministran información adicional a la obligatoria manteniendo dicha información actualizada de forma periódica y a disposición del público en general. Dentro de dicha información, para temas A y S se encuentra únicamente la presentación de informes de sostenibilidad o una sección en la página web del emisor en donde se establezca las prácticas de responsabilidad social empresarial. El gran inconveniente de esta práctica es que únicamente se va a limitar a información general del tema, en donde se determinaran criterios positivos en materia A y S sin que existan criterios de rigurosidad en el manejo y actualización de la información.

Bajo los anteriores presupuestos, se procederá a realizar un análisis entre sectores, emisiones de gases efecto invernadero, revelación de información y reconocimiento IR

Sector	Tipo de empresa	Porcentaje de emisión	La empresa es emisora de valores	Revelación periódica de información ambiental y social en el mercado de valores			Reconocimiento IR
				SI (GRI ⁴³)	NO	Otro mecanismo	
Energía	Petróleo y gas natural	16.80 Mton CO2 eq	Ecopetrol	SI			SI
			Gas natural Fenosa	SI			
			Canacol	SI			SI
			TERPEL	SI			SI
			Promigas	SI			SI
	Minería de carbón	28 Mton CO2 eq	N/A				
	Centrales de producción de electricidad	11.20 Mton CO2 eq	Compañía de electricidad de Tuluá CETSA	SI			
			Empresa de Energía de Bogotá	SI			SI
			Empresa de Energía del Pacífico	SI			
			Interconexión	SI			SI

⁴² <http://en.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/AcercaBVC/Sostenibilidad>

⁴³ Empresas que han entregado información a partir de los estándares del Global Reporting Initiative

			eléctrica ISA				
			EMGESA	SI			SI
			ISAGEN	SI			SI
Industria de los minerales	Industria de los metales	8,9 Mton CO2 eq	Paz del Río	SI			
	Industria química		Enka de Colombia	SI			
	Industria de los minerales		Cemex	SI			SI
			Argos	SI			SI
			Manufacturas de cemento TITAN				SI
			Grupo Mineros SA	SI			
Transporte	Terrestre	28 Mton CO2 eq	N/A				
	Carga		N/A				
	Aéreo		Avianca	SI			SI
Producción agropecuaria y forestal	Agropecuaria	66 Mton CO2 eq.	Agroguachal			SI	
			Castilla agrícola			SI	
	Forestal	94 Mton CO2 eq	Agrícola san Felipe			SI	
			Fondo Ganaderos del Tolima			SI	
			Río Paila	SI			

De la anterior información, se puede concluir que:

- Por regla general, los emisores que suministran información A y S también se encuentran reconocidos por IR.
- Las empresas emisoras de valores del sector energético y de industria minera que tienen un mayor impacto ambiental (emisiones de gases) han asumido de forma voluntaria el suministro de información A y S a partir de estándares GRI.
- Las empresas del sector de producción agropecuaria y agroindustrial son generadores de una fuerte emisión de gases efecto invernadero, pero no cuenta con criterios claros frente a la presentación de información A y S.
- Se percibe de la información analizada que el suministro de información A y S responde más a una dinámica de imagen corporativa en aras de mejorar la reputación de la empresa.
- Aunque no se puede probar una relación directa entre el suministro de información A y S y la negociabilidad de las acciones en Colombia porque no existe a la fecha un estudio de campo con un modelo de análisis de información que demuestre dicha la relación⁴⁴, si se puede determinar que la gran mayoría de empresas del sector de energía y minero que cumplen criterios A y S se encuentran entre la canasta de las acciones que conforman los índices administrados por la BVC⁴⁵. Así, se

⁴⁴ Se invita a los futuros lectores retomar estos primeros acercamientos y realizar los estudios estadísticos para entrar a determinar la relación entre suministro de información A y S y rentabilidad de la empresa y valor de la empresa en el mercado de valores.

⁴⁵ Consultado de <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/informesbursatiles?action=dummy>

destaca Ecopetrol, Camacol, Argos, Cemex, Empresa de Energía de Bogotá, Interconexión Eléctrica, las cuales se encuentran en el índice del COLCAP:

COLCAP				
Nemotécnico / Ticker	Emisor / Issuer	Ponderador / Weighting	Precio de Cierre / Closing Price	% de Part.
BCOLOMBIA	BANCOLOMBIA S.A.	0,00334852	30480,00	7,09%
BOGOTA	BANCO DE BOGOTA S.A.	0,00059864	62380,00	2,59%
BVC	BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA S.A.	0,13400111	24,00	0,22%
CELSIA	CELSIA S.A E.S.P	0,00580380	4535,00	1,83%
CEMARGOS	CEMENTOS ARGOS S.A.	0,00610217	11720,00	4,97%
CLH	CEMEX LATAM HOLDING	0,00243507	11640,00	1,97%
CNEC	CANACOL ENERGY LTD	0,00089658	8680,00	0,54%
CONCRET	CONSTRUCTORA CONCRETO S.A	0,00456041	972,00	0,31%
CORFICOLCF	CORPORACION FINANCIERA COLOMBIANA S.A.	0,00131627	27120,00	2,48%
ECOPETROL	ECOPETROL S.A.	0,07884810	1335,00	7,31%
EEB	EMPRESA DE ENERGIA DE BOGOTA S.A. E.S.P.	0,03197824	1960,00	4,35%
ETB	EMPRESA DE TELECOMUNICACIONES DE BOGOTA S.A. E.S.P.	0,00439534	620,00	0,19%
ÉXITO	ALMACENES EXITO S.A.	0,00296113	15600,00	3,21%
GRUPOARGOS	GRUPO ARGOS S.A.	0,00437804	20940,00	6,37%
GRUPOSURA	GRUPO INVERSIONES SURAMERICANA	0,00324165	38600,00	8,69%
ISA	INTERCONEXION ELECTRICA S.A. E.S.P.	0,00658215	14100,00	6,45%
NUTRESA	GRUPO NUTRESA S.A	0,00373584	25840,00	6,71%
PFAVAL	GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S.A.	0,06068413	1215,00	5,12%
PFAVH	AVIANCA HOLDINGS S.A	0,00538607	2455,00	0,92%
PFBCOLOM	BANCOLOMBIA S.A.	0,00647659	32260,00	14,51%
PFCEMARGOS	CEMENTOS ARGOS S.A.	0,00309940	10880,00	2,34%
PFDVVNDA	BANCO DAVIVIENDA S.A	0,00144785	33020,00	3,32%
PFGRUPOARG	GRUPO ARGOS S.A.	0,00314760	19860,00	4,34%
PFGROUPSURA	GRUPO INVERSIONES SURAMERICANA	0,00158195	37820,00	4,16%

Por otra parte, según Environmental Justices Atlas (Environmental Justice Atlas, 2017), Colombia se encuentra dentro de los primeros países a nivel mundial en materia de conflictos sociales y ambientales por parte de empresas. Así, de la información de la citada página se identifican 115 casos, especialmente relacionados con explotación de hidrocarburos, carbón y otros minerales, cifras que de por sí, son escandalosas.

Es importante recalcar, que varias empresas que tienen algún tipo de participación dentro de estos conflictos sociales y ambientales son emisores en el extranjero y no cotizan en la BVC, razón por la

cual, no se puede hacer el análisis de ellas en este trabajo. No obstante, dentro de los emisores descritos en el cuadro anterior, los siguientes presentan conflictos A y S en Colombia:

Empresa emisora	Conflicto ambiental y social
Empresa de Energía de Bogotá	<ul style="list-style-type: none"> • Construcción de Torres eléctricas en el parque natural de barbas de Bremen y la Marcada • Hidroeléctrica del Quimbo
Acerías Paz del Río (Holcim no es emisor de valores)	<ul style="list-style-type: none"> • Impacto ambiental en el municipio de Nobsa, Sogamoso y Paz del Río del departamento de Boyacá.
Ecopetrol ⁴⁶	<ul style="list-style-type: none"> • Ecosistema el Lipa, Arauca • Explotación de hidrocarburos en San Andrés. • Corredor Puerto Vega- Teteyé. • Explotación petrolera Alto Ariari, Meta. • Explotación petrolera Río Humadea el Meta. • Explotación petrolera del piedemonte llanero. • Explotación petrolera Acacias Meta. • Comunidad Uwa • Tauramena
EMGESA	<ul style="list-style-type: none"> • Hidroeléctrica del Quimbo
CANACOL	<ul style="list-style-type: none"> • Explotación petrolera en Casanare.
CEMEX	<ul style="list-style-type: none"> • Explotación de materiales en Payandé.
ISAGEN	<ul style="list-style-type: none"> • Hidroeléctrica la Miel • Hidrosogamoso.
Gas Natural Fenosa	<ul style="list-style-type: none"> • Comunidad Uwa • Privatización de agua y energía (valle del Cauca y Costa Atlántica)
Empresa de Energía del Pacífico	<ul style="list-style-type: none"> • Represa del Bajo Anchicayá • Hidroeléctrica la Miel II • Privatización de agua y energía (valle del Cauca y Costa Atlántica)
Mineros SA	<ul style="list-style-type: none"> • Minas de Marmato

De esta información, surgen algunos puntos interesantes:

- Las empresas de energía y minería en Colombia son más propensas a presentar problemas ambientales y sociales en las zonas en donde desarrollan sus actividades empresariales.
- En el cuadro anterior se había establecido una relación positiva entre empresas emisoras (energía y minería) que divulgan información A y S bajo estándares internacionales y el porcentaje de emisión de gases efecto invernadero que éstas vierten a la atmosfera. No obstante, estas mismas empresas, son las más propensas a presentar problemas de tipo ambiental y social.
- Varias de las empresas reseñadas en este cuadro, se encuentran entre la canasta de las acciones que conforman los índices administrados por la BVC. En este sentido, se podría determinar provisionalmente que, a pesar de los impactos sociales y ambientales, las acciones siguen teniendo una gran demanda en el mercado bursátil colombiano.

⁴⁶ Es importante tener presente que Ecopetrol realiza la explotación y exploración con contratos de colaboración con otras empresas del sector, motivo por el cual, estos conflictos sociales y ambientales no son de exclusividad de la citada empresa.

Mírese el caso de la acción de Ecopetrol, la cual es una de las de mayor bursatilidad del mercado, a pesar que dicha empresa cuenta con un sinnúmero de casos en donde se ha impactado negativamente a la comunidad y el medio ambiente. De este punto, se podría concluir provisionalmente (ya que se requiere comprobación empírica) que la información A y S no tiene una incidencia real en el valor de mercado de la empresa, ya que el precio de la acción y los índices de bursatilidad no se modificaron en teoría a pesar la situación A y S del emisor.

De esta primera aproximación, se puede entrever que el hecho de informar al mercado información A y S bajo estándares ambientales, no significa que: i) la empresa no genere un alto impacto A y S durante la explotación de su objeto social y; ii) la empresa este midiendo en ciertos casos el impacto A y S de sus actividades;

Igualmente, se podría determinar que la información A y S no es efectiva, en especial en lo relacionado con su condición negativa, ya que no está teniendo un impacto considerable frente a la negociabilidad de la acción. Finalmente, no está claro si los inversionistas (profesionales y clientes inversionistas) analizan y miden el impacto y los riesgos A y S de la inversión, ya que las empresas con impactos negativos en estas materias cuentan con un buen comportamiento bursátil en el mercado colombiano.

Bajo estas conclusiones preliminares, se procede a establecer las posibles consecuencias del suministro obligatorio de información A y S por parte de los emisores de valores en Colombia:

- Los costos en los que incurría el emisor al suministrar información al mercado en relación con el cumplimiento de la regulación en materia de estándares ambientales. Así, se debe tener en cuenta tanto los costos por suministrar información frente a los posibles conflictos que se presenten en materia ambiental por parte del emisor como en lo referente a todos los costos que le conllevaría a la empresa el estricto cumplimiento de la normatividad ambiental local y de los estándares internacionales en la materia (Latham, 2009). Esto a su vez, generaría una reducción de los costos de capital social a favor de los accionistas.
- Los inversionistas tendrían la posibilidad de conocer tanto la información A y S positiva como negativa en tiempo real y de forma periódica, con lo cual podrían valorar los impactos de su inversión.
- Se podría mejorar la imagen reputacional del emisor, ya que al tener que presentar al mercado de forma periódica y puntual tanto la información positiva como negativa A y S, mitigaría el impacto de su objeto social en dichas áreas.
- Se rompería las asimetrías de información en el mercado frente a información A y S, ya que no solo los inversionistas tendrían acceso a dicha información, sino los grupos de interés.
- Los emisores podrían ampliar el número de inversionistas que adquieren sus valores, especialmente frente aquel grupo de personas que estén interesadas en realizar inversiones de carácter ambiental o social, verbigracia, aquellas personas que se encuentran en edades

comprendidas entre los 20 y 35 años, que no son muy propensos a participar en inversiones bursátiles pero que cuentan con una mayor consciencia social y ambiental.

3.2. Regulación frente a los intermediarios de valores.

Dentro de la actividad de intermediación, la regulación debería imponerle una serie de obligaciones a los intermediarios de valores respecto al cumplimiento de estándares A y S. Así, se destacan los siguientes criterios para ser tenidos en cuenta dentro de un proceso regulatorio sobre la materia:

3.2.1. Sistemas de administración de riesgo en materia ambiental.

Los Estados a través de estándares de regulación prudencial, le ha impuesto una serie de obligaciones en materia de riesgos financieros a los intermediarios de valores, en aras de evitar que éstos entren en crisis financieras y con el fin de proteger a los inversionistas. (IOSCO, 2003). Así, los intermediarios de valores deben cumplir estándares en riesgo de crédito, riesgo de liquidez, lavado de activos y financiación de terrorismo, riesgo de mercado, riesgo operativo y, capitales mínimos para temas de solvencia⁴⁷.

Ahora bien, fuera de estos sistemas de administración de riesgos, cada intermediario de valores debería implementar sistemas de administración de riesgos ambientales y sociales “SARAS”, con el fin de mitigar los diferentes riesgos ambientales y sociales dentro de las operaciones de intermediación de valores. Es importante tener presente que el SARAS tiene una incidencia directa en materia de riesgo legal, reputacional y de crédito (Rodríguez & Corredor , 2016)

Así, a título de ejemplo los administradores de fondos de inversión colectiva (FIC) tendrían que establecer los criterios A y S y los riesgos generados por éstos, los cuales podrían incidir de acuerdo al activo en los que se invierte, dentro de la política de inversión propia del FIC.

Igualmente, de acuerdo a las políticas de inversión impuestas a las Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías (AFP) dichas entidades financieras a través del SARAS deberían identificar y mitigar los riesgos de sus inversiones asociados a temas A y S. En este punto es importante poner de presente el marco regulatorio de España, en donde a través de la Regulación de los planes de fondos de pensiones RDL 1/2002, se le impuso la obligación a las administradoras de contar con criterios A y S en sus políticas de inversión.⁴⁸

En el caso de Colombia, frente a las AFPS se cuenta con la siguiente situación en relación con la aplicación voluntaria de criterios A y S en sus políticas de inversión:

Tipo de AFP	Valor de los fondos administrados 2017	Aplicación de estándares ambientales y
-------------	--	--

⁴⁷ Consultar el Decreto 2555 de 2010 y la Circular Básica Contable de la Superintendencia Financiera de Colombia.

⁴⁸ Real Decreto Legislativo 1/2002: **Artículo 14. Comisión de control del fondo de pensiones.** 7. La comisión de control del fondo de pensiones, con la participación de la entidad gestora, elaborará por escrito una declaración comprensiva de los principios de su política de inversión. A dicha declaración se le dará suficiente publicidad.

En esta declaración, en el caso de fondos de pensiones de empleo, se deberá mencionar si se tienen en consideración, en las decisiones de inversión, los riesgos extrafinancieros (éticos, sociales, medioambientales y de buen gobierno) que afectan a los diferentes activos que integran el fondo de pensiones.

De la misma manera, la comisión de control del fondo de pensiones de empleo, o en su caso la entidad gestora, deberá dejar constancia en el informe de gestión anual del fondo de pensiones de empleo de la política ejercida en relación con los criterios de inversión socialmente responsable anteriormente mencionados, así como del procedimiento seguido para su implantación, gestión y seguimiento.

	(Marzo) Millones de pesos ⁴⁹			sociales en sus inversiones.
	Moderado	Conservador	Alto riesgo	
Protección S.A.	58.984.644	4.663.193	1.453.371	Aplicación de los principios del pacto global, que son estándares generales ⁵⁰
Porvenir S.A.	75.950.975	6.794.910	259.033	No se encontró aplicación de estándares específicos sobre la materia, solo el cumplimiento de estándares en materia de responsabilidad social empresarial ⁵¹ . En la política de inversión vigente hasta diciembre de 2013 se hacía alusión a no inversiones que afectaran el medio ambiente ⁵²
Old Mutual	9.039.083	914.527	353.191	Principios de inversión responsable de la ONU ⁵³
Colfondos	21.818.105	2.422.775	92.909	No se encontró aplicación de estándares específicos sobre la materia
Total	165.792.807	14.795.405	2.158.504	

Del anterior cuadro, se puede establecer que:

- Solo una AFP adoptó a la fecha estándares internacionales A y S en materia de inversión responsable.
- La AFP que adoptó los estándares es la que menor cantidad de recursos administra en los fondos.
- La AFP que administra la mayor cantidad de recursos no cuenta con estándares internacionales en materia de inversiones responsables.
- A título de ejemplo, en el fondo moderado solo el 5,45% de los recursos se estarían administrando bajo estándares internacionales A y S, sin que dicha cifra signifique que los demás recursos no cuenten con algún tipo de criterio de inversión responsable, razón por la cual, dicha cifra puede ser arbitraria, pero si es un referente.

Ahora bien, si se estableciera el cumplimiento obligatorio de políticas de inversión responsables a las AFPs, las posibles consecuencias a tener en cuenta son:

- El regulador les debería imponer el cumplimiento de los principios para inversión responsable, los cuales serían desarrollados por dichos inversionistas y su implementación estaría bajo la supervisión de la Superintendencia Financiera de Colombia.
- Se generaría una serie de costos operativos por parte de la AFP con el fin de evaluar los riesgos A y S.

⁴⁹ Información consultada en la página web de la Superintendencia Financiera de Colombia.

⁵⁰ Información consultada en: https://www.proteccion.com/wps/wcm/connect/proteccion/95b74fdd-67ad-413c-a251-4f599d410ce3/Proteccion_marzo23.pdf?MOD=AJPERES

⁵¹ Información consultada en: https://www.porvenir.com.co/NuestraCompania/Documents/politicas_inversion_porvenir.pdf

⁵² Información consultada en: https://www.porvenir.com.co/NuestraCompania/Documents/politicas_inversion_horizonte_dic_2013.pdf

⁵³ Información consultada en: https://www.oldmutual.com.co/responsabilidad-social/Documents/informe_responsabilidad_social_empresarial_2015.pdf

- Existiría una mejor valoración y mitigación del riesgo por parte de la AFP frente a la inversión.
- Se mitigarían costos reputacionales por parte de la AFP.
- Se mitigarían costos propios en materia de riesgo legal por parte de la AFP frente a su inversión, tales como posibles afectaciones de la inversión por temas de demandas A y S y sanciones de tipo administrativo ambiental o social.
- Al ser la AFP el inversionista más importante del mercado de valores colombiano, los emisores de valores e intermediarios se verían en la obligación de realizar un suministro de información A y S más pormenorizado, periódico y que reflejara las condiciones tanto positivas como negativas del caso con el fin de hacer más atractivo el activo financiero al citado inversionista institucional.
- La situación anterior traería en teoría que se mitigara los efectos en materia de asimetrías de la información frente a la AFP y frente a los grupos de interés que se verían beneficiados con el suministro de la información A y S.

3.2.2. Relación con los inversionistas.

La regulación le debe imponer al intermediario la obligación de suministrarle al inversionista toda la información A y S que pueda afectar en su inversión. En este sentido, el inversionista debe tener claridad sobre los riesgos A y S a los que se ve expuesta su inversión, ya sea en la adquisición de renta fija o variable (situación material de la empresa emisora en temas ambientales y cumplimiento de la normatividad sobre la materia) o en la participación de fondos de portafolios (riesgos ambientales y sociales propias del proyecto producto o del activo en que se invertirá)

Igualmente, el intermediario de valores debería tener la obligación de identificar los riesgos A y S propios de su cliente, con el fin de cumplir con los estándares en materia de SARAS. Así, el intermediario cumpliría dicha obligación con: i) identificación del perfil del inversionista en materia A y S; ii) monitoreo periódico del inversionista en relación con su perfil en materia A y S.

Dicha situación, generaría cierto tipo de ventajas que se presentarían frente a los inversionistas y al mercado:

- Se podría ampliar el número de inversionistas que participarían en el mercado de valores, especialmente frente aquel grupo de personas que estén interesadas en realizar inversiones de carácter ambiental o social. Así, se podrían incluir personas que se encuentran en edades comprendidas entre los 20 y 35 años, que no son muy propensos a participar en inversiones bursátiles pero que cuentan con una mayor consciencia social y ambiental.
- Los inversionistas podrían mitigar los riesgos propios de su inversión, especialmente en lo referente a riesgos operacionales y reputacionales propios de dinámicas ambientales y sociales.

- Existiría una mayor fidelización de inversionistas frente a cierto tipo de emisores e inversiones que cumplan con criterios A y S.

Ahora bien, se generaría un costo operativo para el intermediario de valores al verse obligado a valorar tanto al cliente como a su inversión en lo referente a estándares A y S y, de esta manera, poder informar y asesorar objetivamente al inversionista sobre tales criterios. No obstante, se podrían generar algunos beneficios tales como:

- Podría acceder a un nicho de mercado frente aquel grupo de personas que estén interesadas en realizar inversiones de carácter ambiental o social o que tengan impactos positivos en estas materias.
- El intermediario podría acceder igualmente a clientes internacionales, especialmente, inversionistas institucionales, los cuales implementan criterios A y S con mayor rigurosidad.
- Podría mejorar la forma en que se materializa y desarrolla la obligación de información y asesoría frente a sus clientes.
- La imagen corporativa del intermediario podría mejorar frente a sus clientes y el conglomerado social. Igualmente, se podría generar una fidelización de los inversionistas frente al intermediario.

3.3. Indicador de sostenibilidad en la Bolsa de Valores de Colombia.

Es importante tener en cuenta los adelantos que ha realizado la Bolsa de Valores de Colombia en materia de sostenibilidad. Así, se destaca el ingreso de la BVC en la Sustainable stock exchanges, la presentación de memorias de varios emisores enlistados en la BVC dentro del G4 y el reconocimiento IR a 31 emisores enlistados⁵⁴. (Bolsa de Valores de Colombia , 2016)

No obstante, a la fecha de elaboración de este documento no existe un índice de sostenibilidad administrado por la Bolsa de Valores de Colombia. Sin embargo, varios emisores locales se encuentran o han estado dentro de índices de sostenibilidad internacionales:

Empresa	Índice
Davivienda SA.	Dow Jones Sustainability Index (Mercados emergentes)
Empresa de Energía de Bogotá	Dow Jones Sustainability Index (Mercados emergente) (Mercados emergente)
Cementos Argos	Dow Jones Sustainability Index (índice Global)
Grupo Nutresa	Dow Jones Sustainability Index (índice Global)
Bancolombia	Dow Jones Sustainability Index (índice Global)
Almacenes éxito	Dow Jones Sustainability Index (Mercados emergente)
Isagen	Dow Jones Sustainability Index (Mercados emergente)
Ecopetrol	Dow Jones Sustainability Index (índice Global)
Grupo de inversiones Suramericana	Dow Jones Sustainability Index (índice Global)
Celsia	Dow Jones Sustainability Index
EPM	Dow Jones Sustainability Index
Colombina	Dow Jones Sustainability Index

⁵⁴ Es un reconocimiento que realiza la BVC en materia de prácticas de revelación de información y de relaciones con los inversionistas.

Interconexión eléctrica	Dow Jones Sustainability Index
Grupo Argos	Dow Jones Sustainability Index

Bajo estos antecedentes, se recomendaría que la Bolsa de Valores de Colombia adoptará un índice de sostenibilidad, ya sea propio, como es el caso de la bolsa de Valores Mexicana o adoptara como país un índice de sostenibilidad ambiental internacional, como es el caso de un futuro Dow Jones Sustainability Index Colombia.

En cuanto a un índice de sostenibilidad propio y siguiendo de cerca el interesante trabajo de Mahecha y Herrera, dicho índice estaría conformado por valores de contenidos participativos, de empresas con altos estándares de sostenibilidad y cuyas acciones se encuentren inscritas en la Bolsa de Valores de Colombia.

De esta manera, el índice estaría determinado por: i) los reportes en materia de sostenibilidad presentados por la empresa cotizante y; ii) la ponderación dentro de índice de la acción de acuerdo a la capitalización⁵⁵ y el número de acciones en circulación⁵⁶ con un puntaje que reciban las acciones de acuerdo al impacto que tengan éstas según criterios de sostenibilidad “puntaje de sostenibilidad” (Mahecha Pardo & Herrera Triana, 2014)

A modo de conclusión.

La defensa del medio ambiente ha jugado un papel preponderante dentro del esquema constitucional colombiana. De esta manera, existe una obligación de rango constitucional tanto para el Estado como para los particulares de velar por la protección al medio ambiente.

Así se propone en este trabajo un tema poco explorado en la doctrina nacional como lo es el impacto que tiene la protección del medio ambiente dentro del ámbito de intervención del Estado en los mercados de valores en Colombia.

Si bien es cierto, que el regulador colombiano no ha desarrollado el tema, existen algunas regulaciones internacionales que han implementado experiencias en la aplicación de estándares ambientales y sociales frente a los emisores e inversionistas en el mercado de valores. Así, dichas dinámicas se han canalizado bajo criterios de regulación a dichos participantes junto con su participación a través de procesos de autorregulación y aplicación voluntaria.

En el caso colombiano, varios emisores han establecido de forma voluntaria estándares en materia ambiental y hacen parte de índices de sostenibilidad internacional. Igualmente, la Bolsa de Valores de Colombia ha contado con iniciativas en materia ambiental y social, lo cual representa un importante avance en la materia dentro del mercado de valores de nuestro país.

Sin embargo, se debe ampliar el marco de intervención del Estado para la implementación de estándares ambientales en el mercado de valores, a través de proceso de regulación y supervisión,

⁵⁵ Se entiende por capitalización bursátil como el valor total del patrimonio de una empresa, según el precio al que se coticen sus acciones

⁵⁶ Se puede hablar acá de la función de liquidez de las acciones, determinada por la frecuencia (la cantidad de ruedas en la que participo la acción), rotación (el número de acciones negociadas en un tiempo determinado) y volumen (valor total en dinero en que se transó una acción en un tiempo determinado)

al igual que con la participación de los emisores, inversionistas e intermediarios de valores dentro de procesos de autorregulación.

Si bien, el suministro de información A y S podría generar costos para los emisores, inversionistas e intermediarios, también pueden traer beneficios para ellos, tales como costos de oportunidad, posicionamiento de las marcas, fidelidad de los clientes, mejora reputacional y nuevo acceso a mercados y cierto tipo de clientes. Igualmente, se romperían las asimetrías de la información en el mercado de valores en relación con dicha información A y S.

Se invita a los potenciales lectores de este documento en ampliar las propuestas aquí esgrimidas, de acuerdo a los rangos de intervención actual de nuestros mercados de capitales, las experiencias internacionales sobre la materia y las necesidades y realidades de nuestros mercados.

BIBLIOGRAFÍA

1. Libros y artículos científicos.

- Aerst, W., Cormier, D., & Magnan, M. (2008). Corporate environmental disclosure, financial markets and the media: An international perspective. *Ecological Economics*(64), 643-659.
- Amaya Navas, O. D. (2016). *La Constitución Ecológica de Colombia*. Bogotá: Universidad Externado de Colombia.
- Amaya, O. D., & Amaya, A. M. (2010). *Banca y Medio Ambiente. Un ejercicio de responsabilidad social empresarial*. Bogotá: Universidad Externado de Colombia.
- Armitage, S., & Marston, C. (2008). Corporate disclosure, cost of capital and reputation: Evidence from finance directors. *The British Accounting Review*, 40, 314-336.
- Baquero Herrera, M. (2016). Medio ambiente, minería y mercado de valores. En J. C. Henao, & M. d. García Pachón, *Minería y Desarrollo: medio ambiente y desarrollo sostenible en la actividad minera* (págs. 611-645). Bogotá: Universidad Externado de Colombia.
- Betosan, C. (2006). Disclosure and the cost of capital: what do we know? *Accounting and Business Research*, 36, 31-40.
- Bolsa de Valores de Colombia. (20 de 9 de 2016). *Enfoque y Visión frente a la sostenibilidad*. Obtenido de Enfoque y Visión frente a la sostenibilidad : https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/AcercaBVC/Sostenibilidad/Enfoque_Vision?action=dummy
- Bolsa de Valores de Colombia. (2014). *Inversión responsable y sostenible: visión general, prácticas actuales y tendencias*. Bogotá: BVC.
- Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. (2011). *Principios básicos para una supervisión bancaria eficaz*. Banco de Pagos Internacionales: Basilea.
- Consejo Nacional de Política Económica y Social. (2005). *Documento CONPES 3399 Programa de renovación de la administración pública: reforma de la institucionalidad para la regulación y la supervisión de los mercados financieros*. Bogotá: CONPES.
- Cormier, D., Ledoux, M., & Magnan, M. (2011). The informational contribution of social and environmental disclosures for investors. *Management Decision*, 49, 1276-1304.

- Dhaliwal, D., Zhen Li, O., Tsang, A., & Yang, Y. G. (Enero de 2011). Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting. *The Accounting Review*, 86(1), 40.
- Environmental Justice Atlas. (5 de 6 de 2017). *Colombia*. Obtenido de Colombia: <http://ejatlas.org/country/colombia>
- Financial Regulatory systems working group. (2008). *The Structure of Financial Supervision: Approaches and Challenges in a Global Marketplace*. Washington: Group of thirty.
- Gallardo Vásquez, D. (2006). El compromiso con el desarrollo sostenible: Principios Ecuador . *Cuadernos de Economía*, 19.
- Global Reporting Initiative. (2015). *Guía para la elaboración de memorias de sostenibilidad G4*. Amsterdam: Global Reporting Initiative.
- Grayson , E., & Boye- Williams, P. (2011). SEC Disclosure Obligations: Increasing Scrutiny on Environmental Liabilities and Climate Change Impacts. En L. Schnapf, *Environmental Issues in Business Transactions* (págs. 447-469). Chicago: American Bar Association .
- Hail, L., & Leuz, C. (2007). International differences in the cost of equity capital: Do legal institutions and securities regulation matter. (U. d. Chicago, Ed.) *Journal of Accounting Research*, 40(3), 485-531.
- IDEAM-PUDN- MADS-DNP- CANCELLERIA. (2016). *Inventario Nacional y Departamental de Gases efecto invernadero* . Bogotá: IDEAM-PUDN- MADS-DNP- CANCELLERIA.
- Ioannous , I., & Serafeim, G. (2011). The Consequences of mandatory corporate sustainability reporting. *Harvard Business School*, 44.
- IOSCO. (2003). *Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores* . Madrid: Organización internacional de comisiones de valores . Obtenido de <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>
- Lancaster, K. (1998). Valuation Analysis of Environmental Disclosures. *Cal Poly State University*. New Orleans: American Accounting Association Annual Meeting.
- Latham, M. (2009). Environmental Liabilities and the Federal Securities Laws: A Proposal for Improved Disclosure of Climate Change Related Risks. *Environmental law*, 647-728.
- Llewellyn , D. (2006). *Estructura institucional de la regulación y supervisión financiera: Aspectos básicos*. Washington : Banco Mundial.
- Lopez, L. F. (2013). *El principio de igualdad en la actividad financiera. El caso del acceso a los servicios financieros y el rescate de los bancos demasiado grandes para quebrar*. Bogotá: Universidad Externado de Colombia.
- Mahecha Pardo, J., & Herrera Triana, S. (2014). Propuesta para la elaboración de un índice bursátil de sostenibilidad en la Bolsa de Valores de Colombia. *Concurso Arquitectos del mercado de capitales colombiano* (pág. 34). Bogotá: AMV- BVC.
- Mark, L. (2009). Environmental liabilities and the federal securities laws: a proposal for improved disclosure of climate change -related risk. *Environmental law*, 647. Recuperado el 1 de Agosto de 2016
- PRI Association. (2006). *Principios para la inversión responsable*. Londres: PRI Association.
- Qiu, Y., Shaukat, A., & Tharyan, R. (2016). Environmental and social disclosures: Link with corporate financial performance. *The British Accounting Review*(48), 102-116.
- Rodríguez , G., & Borrero, J. (2012). La consagración de los derechos ambientales en las constituciones políticas de Colombia, Ecuador y Bolivia. En G. Rodríguez , & I. Páez , *Temas de derecho ambiental: una mirada desde lo público* (pág. 323). Bogotá: Universidad del Rosario.

- Rodriguez, M., & Corredor, J. (2016). La implementación de estándares privados ambientales para la financiación de proyectos minero-energéticos en Colombia. En J. C. Henao, & C. A. Restrepo, *Minería y Desarrollo. Tomo III. Competitividad y desempeño en el sector minero* (pág. 35). Bogotá: Universidad Externado de Colombia.
- Sands, P. (2003). *Principles of international Environmental Law*. New York: Cambridge.
- Securities and Exchange Commission. (2010). *Commission Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change, Exchange Act Release*. Washington: SEC.
- Stiglitz, J. (2010). Regulación y Fallas. *Revista de economía institucional*, 16.
- The Forum for Sustainable and Responsible Investment. (2016). *Global Sustainable investment review*. Global Sustainable investment review.
- Uprimmy, R., & Rodriguez, C. A. (2006). Constitución y modelo económico en Colombia: hacia una discusión productiva entre economía y derecho. *Debates de coyuntura económica*, 21.
- Webb, E., & Nelling, E. (2009). Corporate social responsibility and financial performance: the 'virtuous circle' revisited. *Rev Quant Finan Acc*, 197-209.

2. Leyes

- España, Real Decreto Legislativo 1/2002
- Colombia, Ley 35 de 1993
- Ley 964 de 2005
- Decreto 2555 de 2010
- Circular Básica Contable de la Superintendencia Financiera de Colombia.
- Perú, Superintendencia del Mercado de Valores. Resolución No. 033-2015-SMV/01 del 15 de diciembre de 2015.

3. Páginas de internet

- <http://www.robecosam.com/en/about-us/about-robecosam.jsp>
- http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-de-sustentabilidade/indice-de-sustentabilidade-empresarial-ise-1.htm
- http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-de-sustentabilidade/indice-carbono-eficiente-ico2.htm
- <http://bolsamexicanadevalores.com.mx/ipc-sustentable-bmv/>
- <http://www.bolsadesantiago.com/noticias/Paginas/Bolsa-de-Santiago-y-SP-Dow-Jones-Indices-lanzan-primer-%C3%ADndice-chileno-de-sostenibilidad.aspx>
- <http://www.sseinitiative.org/about/>
- <http://www.sseinitiative.org/sse-partner-exchanges/list-of-partner-exchanges/>
- <https://www.globalreporting.org/resourcelibrary/Spanish-G4-Part-One.pdf>

4. Sentencias

- Colombia, Corte Constitucional C--566 de 1995
- T-411 de 1992
 - C- 126 de 1998
 - T- 760 de 2007
 - C-431 de 2000
 - C-666 de 2000
 - T-514 de 2013

---C-449 de 2015
---C-159 de 1994
---C-671 de 2001
---C-339 de 2002
---C-860 de 2006
---T- 640 de 2010
---T -007 de 2015
---C-140 de 2007
---C-553 de 2007
---C-438 de 2011
---C-173 de 2014
---C-058 de 2010
---C-1190 de 2008