



GOBIERNO CORPORATIVO E INSIDER TRADING

PROYECTO DE GRADO II

ÁNGELA MARÍA GARCÍA HERRERA
MAYRA ALEJANDRA RENGIFO MESA

Asesor de la Investigación
JOSÉ ELIAS TOBAR ARIAS, Ph.D.

**UNIVERSIDAD ICESI
FACULTAD DE CIENCIAS ADMINISTRATIVAS Y ECONÓMICAS
ECONOMÍA Y NEGOCIOS INTERNACIONALES
SANTIAGO DE CALI
2016**

TABLA DE CONTENIDO

I. INTRODUCCIÓN.....	3
II. GOBIERNO CORPORATIVO	5
II.1 GOBIERNO CORPORATIVO EN COLOMBIA.....	8
II.2 CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO Y EL USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA	10
III. REGULACIÓN DEL INSIDER TRADING.....	12
III.1 REGULACIÓN INTERNACIONAL.....	12
III.2 REGULACIÓN NACIONAL EN EL USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA	14
IV. CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO DE LAS EMPRESAS COLOMBIANAS COMO MECANISMOS DE AUTORREGULACIÓN EN EL USO DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA	18
II.4.1 CORRESPONDENCIA ENTRE LA REGULACIÓN EN EL USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA Y LOS CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO.....	20
V. CONTRASTACIÓN EMPÍRICA: IMPACTO DE LOS CBG DE LAS EMPRESAS COLOMBIANAS EN USO DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA	22
V.1 RESULTADOS EMPÍRICOS	23
VI. CONCLUSIONES.....	25
BIBLIOGRAFÍA	28
ANEXO 1: DEFINICIÓN DE VARIABLES	29

LISTADO DE TABLAS

Tabla 1: Código de Buen Gobierno e información privilegiada.....	20
Tabla 2: Impacto de los CBG en la información asimétrica.....	21

LISTADO DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Tamaño del sector.....	19
-----------------------------------	----

RESUMEN: Este trabajo se hace un análisis sobre la correspondencia entre las directrices incorporadas en los códigos de buen gobierno de las empresas colombianas y la regulación nacional e internacional que prohíbe el uso de información privilegiada. De igual manera, se analiza empíricamente, el impacto de los códigos de buen gobierno en la información asimétrica de los títulos valores de las empresas colombianas listadas. Nuestros resultados sugieren que a pesar de que en Colombia existe regulación que prohíbe el uso de la información privilegiada, ésta ha tenido poco impacto en los códigos de buen gobierno de las empresas, sin embargo, aquellas empresas cuyos códigos están alineados con la regulación, sus títulos exhiben menor información asimétrica, resultados que favorecen la autorregulación corporativa en el uso de la información privilegiada.

PALABRAS CLAVE: Información privilegiada; *insider trading*; gobierno corporativo; códigos de buen gobierno

I. INTRODUCCIÓN

La transparencia en los mercados de valores resulta fundamental para una eficiente asignación de recursos de capital, lo que exige que los diferentes agentes económicos dispongan de información real, relevante y oportuna que garantice una acertada toma de decisiones y una adecuada formación de precios de los diferentes títulos que se negocian. Sin embargo, este proceso puede verse afectado por lo que la literatura financiera ha denominado imperfecciones del mercado causadas por conflictos de interés y asimetrías informativas entre directivos y propietarios (Jensen y Meckling, 1976) o entre insiders y

demás agentes del mercado que afectan a esta eficiencia y generan comportamientos oportunistas por la parte más informada, en detrimento de la parte menos informada (Fishman y Hagerty, 1992; Georgakopoulos, 1993; Goshen y Parchomovsky, 2001).

El *uso de información privilegiada* es un comportamiento derivado de las asimetrías informativas que permiten a un grupo de personas denominadas *insiders*, las cuales normalmente tienen una relación laboral o funcional con la empresa, acceder a información privilegiada y a usarla posteriormente cuando realizan operaciones de mercado abierto, obteniendo de esta forma rentabilidades superiores a la media del mercado. Esto afecta a la eficiencia y al desarrollo de los mercados y por tanto al crecimiento económico y social de los países (Rajan y Zingales, 1998; Beck y Levine, 2000 y Demirgüç-Kunt, 1998 y 2002).

Dentro de los mecanismos externos de control, la regulación en general y la del mercado de valores en particular y el rigor de su aplicación se ha perfilado como uno de los factores exógenos más relevantes con relación al control de la información asimétrica entre *insiders* y demás agentes del mercado. En este sentido, los órganos de control de la mayoría de los mercados han dirigido sus esfuerzos a prevenir, investigar y sancionar el uso indebido de la información privilegiada (*insider trading*), con el fin de garantizar un trato justo y equitativo a los inversores y evitar el deterioro de la confianza en los mercados, tal y como lo demuestran Bhattacharya y Daouk (2002). Dentro de los mecanismos internos de control, el concepto de Gobierno Corporativo es el que abarca toda esta serie de mecanismos que la literatura ha identificado como eficaces a la hora de asegurar que los directivos actúen en línea con los intereses de los accionistas y no en su propio beneficio. A

pesar de que el concepto de gobierno corporativo lleva muchos años, en la última década ha cobrado gran relevancia, producto de los recientes escándalos en grandes empresas tanto en Estados Unidos como en Europa (Enron, World.Com, Tyco, Global Crossing, Adelphia, Vivendi, EuroDisney, Parmalat, entre otras).

En el presente trabajo, y desde un enfoque de gobierno corporativo, nuestro trabajo analiza la correspondencia entre la regulación existente sobre el uso de información privilegiada (como mecanismo externo de control) y la normatividad establecida en los códigos de buen gobierno (como mecanismo interno), y su impacto en el mercado de capitales. El resto del trabajo se estructura como sigue: en el segundo apartado, se aborda una introducción al concepto de gobierno corporativo, en el contexto internacional y nacional. En la sección III se analizan los elementos más importantes de la regulación en contra del uso de la información privilegiada, tanto en contexto internacional como en el nacional. En la sección IV, se analizan los códigos de buen gobierno de las empresas colombianas y su correspondencia con la regulación sobre el uso de información privilegiada. En la sección V se realiza una contratación empírica, del impacto de los códigos de buen gobierno de las empresas colombianas y su impacto en la información privilegiada., y, por último, en la sección VI se abordan las principales conclusiones.

II. GOBIERNO CORPORATIVO

El reconocimiento del importante rol que juegan las empresas en el desarrollo económico y social de los países, generó en paralelo una preocupación en los responsables políticos, académicos, órganos de control y la sociedad en general, en la forma en que las empresas son gobernadas. La mayoría de estudios sobre la gobernanza empresarial,

descansan sobre los fundamentos teóricos de la “Teoría de la Agencia”, la cual pone de relieve los conflictos generados por la separación entre propiedad y control, y que han sido abordados principalmente desde el enfoque contractual de la empresa (Coase, 1937, Jensen y Meckling, 1976, Fama y Jensen, 1983a, b). Debido a la imposibilidad de elaborar contratos completos entre propietarios y directivos, y especialmente en la dificultad de establecer cómo se asignan los derechos residuales del control (derechos para la toma de decisiones en circunstancias no totalmente previstas en el contrato tal y como señalan Grossman y Hart, 1986; Hart y Moore, 1990), los directivos tienden a apropiarse de importantes derechos de control en la asignación de recursos (Shleifer y Vishny, 1997).

La solución de los problemas de agencia (conflictos de intereses y asimetrías informativas) ha generado una extensa literatura relacionada con la búsqueda de mecanismos que permitan disminuir los costes y distorsiones que este conflicto causa en la actividad empresarial. Y es el gobierno corporativo el concepto que abarca toda esta serie de mecanismos que la literatura ha identificado como eficaces a la hora de asegurar que los directivos actúen en línea con los intereses de los accionistas y no en su propio beneficio. A pesar de que el concepto de gobierno corporativo lleva muchos años, en la última década ha cobrado gran relevancia, producto de los recientes escándalos en grandes empresas tanto en Estados Unidos como en Europa (Enron, World.Com, Tyco, Global Crossing, Adelphia, Vivendi, EuroDisney, Parmalat, entre otras).

Existe una gran variedad de definiciones de gobierno corporativo; una de las más generalizada es la proporcionada por *Cadbury Report*¹:

“El gobierno corporativo es el sistema por el cual las empresas son dirigidas y controladas”.

Algunas de las principales características de un buen gobierno corporativo identificadas por el Banco Mundial son:

“...Transparencia (divulgación financiera pertinente, información operacional y de procesos internos de la administración de la supervisión y el control); protección y exigibilidad de los derechos y prerrogativas de todos los accionistas; y, consejeros capaces de aprobar independientemente las estrategias de la empresa, planes de los principales negocios y tomar decisiones independientemente, contratar al gerente, controlar su desempeño e integridad y remplazarlo cuando sea necesario.”

Posteriormente, la OCDE publica los principios de buen gobierno en 1999, los cuales son revisados y ajustados en el 2004, en los cuales define el gobierno corporativo como:

“El Gobierno Corporativo abarca un conjunto de relaciones entre la administración de la empresa, su consejo de administración, sus accionistas y otras partes interesadas. También proporciona la estructura a través de la que se fijan los objetivos de la compañía y se determinan los medios para alcanzar esos objetivos y supervisar el desempeño”.

A continuación, abordaremos el desarrollo del concepto de Gobierno Corporativo en Colombia, y cómo ha cobrado especial relevancia desde el momento de que el e país ha manifestado su intención de hacer parte de la OCDE.

¹ Código de Reino Unido publicado en 1992, el cual contenía una serie de recomendaciones orientadas a elevar los estándares de gobierno corporativo.

II.1 GOBIERNO CORPORATIVO EN COLOMBIA

Actualmente Colombia es uno de los países que, junto a Rusia y Letonia, buscan ser admitidos como miembros de la OCDE, este interés, radica en la evidencia de que de que las políticas creadas por la OCDE han generado importantes avances en materia de desarrollo económico y social en sus países miembros (Bolsa de Valores de Colombia, 2014).

En este sentido, Colombia ha tratado de recoger la mayoría de recomendaciones que sobre GC ha impartido la OCDE, de tal manera que las empresas tanto privadas como públicas implementen las mejores prácticas y los niveles de calidad mínimos exigidos por esta organización. Para lograrlo, el Ministro de Hacienda Mauricio Cárdenas (2014), afirma que se deben dedicar mayores recursos hacia el cumplimiento de los estándares internacionales relacionados al entrenamiento, la certificación, la independencia y la supervisión de los auditores y revisores fiscales en Colombia que permitan asegurar una correcta oferta de auditores independientes, de igual forma, el señor Cárdenas aboga por un fortalecimiento y una mayor independencia del principal órgano de control del sistema financiero colombiano: la Superintendencia Financiera de Colombia(SFC)

Los esfuerzos realizados por Colombia, para mejorar los estándares de GC del tejido empresarial, se evidencian tanto en las leyes emitidas por el congreso de la república como en las resoluciones emitidas por la SFC. Dentro de la regulación de mayor relevancia podemos citar: Ley 964² de 2005, que contiene una serie de normas de obligatorio

² Ley 964, se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones.

cumplimiento para las sociedades abiertas. Resolución 275³ del 2001, mediante la cual se promovía la adopción de principios de buen gobierno entre las sociedades listadas que tenían la intención de ser destinatarias de los recursos de los fondos de pensiones obligatorias; y finalmente, en 2007 la nueva Superintendencia Financiera promovió el grupo de trabajo intersectorial que produjo el Código País⁴ de Gobierno Corporativo destinado a las sociedades inscritas en bolsa.

La definición del concepto de GC en Colombia, la podemos encontrar en el documento expedido por la SFC (2010), denominado: Documento Conceptual de Gobierno Corporativo”:

“Un sistema (conjunto de normas y órganos internos) mediante el cual se dirige y controla la gestión de una persona jurídica, bien sea de manera individual o dentro de un conglomerado. El Gobierno Corporativo provee un marco que define derechos y responsabilidades, dentro del cual interactúan los órganos de gobierno de una entidad entre los que se destacan el máximo órgano de dirección, la junta o consejo directivo, los representantes legales y demás administradores, el revisor fiscal y los correspondientes órganos de control.”

En todo caso, el gobierno colombiano y sus órganos de control, consideran al GC como un mecanismo que contribuye de forma crucial al logro de los objetivos de

³ La Resolución 275 establece una obligación legal para los emisores que pretenden ser receptores de las inversiones de los fondos de pensión, de revelar sus prácticas de gobierno con algún detalle.

⁴Es un código de Mejores Prácticas Corporativas destinado a los emisores de valores colombianos. Este Código se ha estructurado de manera que contenga un conjunto de medidas concretas, que se espera sean incorporadas por los emisores de valores en su actividad diaria, sobre los siguientes temas: (i) Asamblea General de Accionistas, (ii) Junta Directiva, (iii) Revelación de Información Financiera y no Financiera, y (iv) Solución de Controversias. Cada grupo de medidas va antecedido de una breve explicación de las mismas. El Código sigue el principio “*cumpla o explique*”, de allí que las medidas sean de adopción voluntaria por los emisores de valores, quienes deberán remitir diligenciada, por lo menos anualmente a la Superintendencia Financiera de Colombia.

estabilidad, seguridad y confianza; promoción y desarrollo del mercado de valores colombiano; y protección del consumidor financiero. Adicionalmente, es un factor determinante de control de los niveles de riesgo a que se encuentran expuestas las entidades financieras, fortalece la adecuada administración de las entidades, disminuye la existencia de conflictos entre las partes interesadas, mitiga los riesgos relacionados con la administración de la entidad, mejora la capacidad para la toma de decisiones y reduce la necesidad de supervisión especializada por parte del Estado y mejora la calificación de riesgo de las entidades, entre otros.

II.2 CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO Y EL USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

A pesar que la mayoría de definiciones de GC hacen sólo referencia a mecanismos internos del gobierno de la empresa, algunos trabajos han demostrado, la dependencia del GC con el entorno regulatorio en el cual opera la empresa, especialmente, con la protección legal del inversor (La Porta, López-de-Silanes, Shleifer y Vishny, 1997, generalmente citado como LLSV). De igual manera, existen trabajos que han probado la relación entre protección al inversor con el desarrollo de los mercados financieros, y la relación de estos con el desarrollo social y económico de los países (King y Levine, 1993a, 1993b; Rajan y Zingales, 1998).

En este sentido, existe un comportamiento oportunista que, aun siendo un producto directo de la separación entre propiedad y control, van aún más allá en la manifestación de la discrecionalidad del directivo y necesitan de una mayor eficacia de los mecanismos de control. Este es el caso del uso de información privilegiada por parte de directivos y otros agentes cercanos al día a día de la empresa en el momento de negociar acciones de la propia empresa, el cual pasa de ser un conflicto directo entre directivos y accionistas a ser

un problema de mayor complejidad y alcance, que puede afectar al propio funcionamiento de los mercados financieros, puesto que se trata del conflicto generado por un grupo que posee información relevante de la empresa denominados insiders. En este grupo se incluyen directivos y cualquier persona que tenga acceso privilegiado a información no pública de una empresa, así como grandes accionistas, consultores financieros, bancos, auditores, abogados, y otras partes relacionadas (Clacher, Hillier y Lhaopadchan, 2009) además de grupos menos informados denominados outsiders (generalmente son pequeños accionistas y potenciales adquirientes de las acciones de la empresa).

Existe una aceptación generalizada entre los gobiernos de los diferentes países en considerar al *insider trading* como perjudicial para la integridad de sus mercados de capitales. Esta situación se refleja en el trabajo de Bhattacharya y Daouk (2002) donde encuentran que para el año 1998, de los 22 países considerados desarrollados todos tenían regulación de *insider trading* y de los 81 países emergentes cuatro de cada cinco también la tenían.

El objetivo principal del presente trabajo es analizar la correspondencia entre la regulación en el uso de la información privilegiada (mecanismo externo), y los códigos de buen gobierno (mecanismo interno) implementado en las empresas colombianas. Para lograr nuestro objetivo, se hace necesario analizar el desarrollo de la regulación del *insider trading* en el contexto internacional y nacional.

III. REGULACIÓN DEL INSIDER TRADING

III.1 Regulación internacional

Estados Unidos fue el primer país en perseguir y castigar el *insider trading* mediante el desarrollo de un cuerpo normativo ad hoc, justificando su prohibición desde tres teorías: (i) teoría del igual acceso, (ii) teoría del deber fiduciario, y (iii) teoría de la apropiación indebida. La base jurídica para prohibir el *insider trading* nace con la Ley del Mercado de Valores de 1934 (*Securities Exchange Act of 1934*), que a su vez crea la SEC (*Securities and Exchange Commission*) órgano regulador del mercado de valores de los Estados Unidos, que tiene como funciones principales, proteger a los inversores, mantener la justicia, el orden, la eficiencia de los mercados, y facilitar información a los inversores. El soporte legal para el desarrollo de la ley del *insider trading* específicamente se encuentra en la sección 16 y 10(b) de la Security Exchange Act de 1934, y en la regla 10b-5 de la SEC, conocida como la regla antifraude (*antifraud provision*).

La sección 16 define de manera taxativa tres figuras de insiders (los administradores, empleados y accionistas con una participación superior al del 10% del capital), de igual forma establece que cualquier beneficio obtenido por un insider en el término de 6 meses en una operación de compra/venta o venta/compra puede ser recobrada por el emisor. La sección 10b de la *Security Exchange Act de 1934*, establece como algo

ilícito para toda persona que de forma directa o indirecta, utilice mecanismos engañosos o de manipulación en la adquisición o venta de títulos o contravenir las normas y disposiciones de la SEC. La regla 10b-5 emanada de la *Security Exchange Commission de 1942* y aprobada bajo la sección 10b, prohíbe cualquier acto u omisión de fraude o engaño en relación con la compra o venta de valores, incluyendo el *insider trading*. El enfoque de la SEC ha sido que cualquier persona que se encuentre en posesión de información privada de cualquier título o bien debe divulgarla o abstenerse de negociar sobre dicho título.

Posteriormente, Estados Unidos promulgó normas suplementarias como: *The Insider trading Sanctions Act of 1984 (ITSA)*; *The Insider trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988 (ITSFEA)*; *The Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990*; *Rule 14e-3 Tender Offer Rule, Regulation FD*. Sin embargo la más reciente y de mayor trascendencia es la ley *Sarbanes-Oxley Act of 2002*, conocida como la SOX, la cual nace como respuesta a los escándalos financieros de grandes empresas como Enron, Tyco International, WorldCom y Peregrine Systems. Esta ley, además de los cambios relacionados con la responsabilidad sobre la información suministrada por la empresa, y con los mecanismos internos de control, en su sección 403 obliga a los insiders a reportar sus operaciones a la SEC dentro de los siguientes dos días hábiles; antes de la SOX el plazo para comunicar las operaciones era dentro de los diez días del cierre del mes en que la operación se había producido.

En el contexto europeo, el parlamento y el consejo europeo, expidieron al Directiva 592 de 1989, la cual posteriormente fue actualizada mediante Directiva 2003/6/CE de 28 de enero, la cual se titula “Sobre las operaciones con información privilegiada y la

manipulación del mercado (abuso del mercado)”. El principal objetivo de la Directiva básica es garantizar la integridad de los mercados financieros comunitarios y aumentar la confianza de los inversores en dichos mercados. Para tal fin implanta una estructura que permita prevenir, detectar, investigar y sancionar tanto el *insider trading* como la manipulación del mercado.

III.2 Regulación Nacional en el uso de Información Privilegiada

Colombia al igual que la mayoría de países con mercados desarrollados y medianamente desarrollados, considera al *insider trading* como una práctica que perjudica el desarrollo del mercado de capitales, la cual debe ser regulada. La primera referencia legislativa la encontramos en el artículo 75 de la ley 45 de 1990, el cual manifiesta: “ninguna persona podrá, directamente o a través de interpuesta persona, realizar una o varias operaciones en el mercado de valores utilizando información privilegiada”. Posteriormente, en la ley 222 de 1995 en su artículo 23 y en la ley 795 de 2003 artículo 26⁵, vuelve a regularse sobre esta práctica de mercado.

El artículo 75 de la Ley 45 de 1990, establece que:

“Artículo 75. Información privilegiada. Ninguna persona podrá, directamente o a través de interpuesta persona, realizar una o varias operaciones en el mercado de valores utilizando información privilegiada, so pena de las sanciones de que trata la letra a) del artículo 6° de la Ley 27 de 1990. Incurrirán en la misma sanción las personas que hayan

⁵ Conflictos de interés. Dentro del giro de los negocios de las entidades vigiladas por la Superintendencia Bancaria, los directores, representantes legales, revisores fiscales y en general todo funcionario con acceso a información privilegiada tiene el deber legal de abstenerse de realizar cualquier operación que dé lugar a conflictos de interés.

recibido información privilegiada en ejercicio de sus funciones o los intermediarios de valores, cuando aquéllas o éstos realicen alguna de las siguientes conductas:

- a) Suministren dicha información a un tercero que no tiene derecho a recibirla, o*
- b) En razón de dicha información aconsejen la adquisición o venta de un valor en el mercado. Para estos efectos se entenderá que es privilegiada aquella información de carácter concreto que no ha sido dada a conocer del público y que de haberlo sido la habría tenido en cuenta un inversionista medianamente diligente y prudente al negociar los respectivos valores”.*

Aparte de lo establecido por el artículo 75 de la Ley 45 de 1990, el Decreto 2555 de 2010 en su artículo 7.6.1.1.1, dispone que:

“Se considera información privilegiada aquella que está sujeta a reserva así como la que no ha sido dada a conocer al público existiendo deber para ello. Así mismo, de conformidad con el artículo 75 de la ley 45 de 1990 y sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 27 de la ley 190 de 1995, se entenderá que es privilegiada aquella información de carácter concreto que no ha sido dada a conocer del público y que de haberlo sido la habría tenido en cuenta un inversionista medianamente diligente y prudente al negociar los respectivos valores”.

La definición de información privilegiada dada en el decreto 2555 de 2010, se aparta bastante de la definición dada anteriormente en el artículo 75 de la Ley 45 de 1990, la cual estaba más ajustada a la definición establecida en la regulación internacional. Específicamente al considerar la información privilegiada con información sujeta a reserva,

ya que no toda información sujeta a reserva debe ser de obligatoria divulgación pública (ejemplo: las patentes o secretos industriales).

El control sobre el *insider trading* no solo ha fomentado la creación de materiales regulatorios legislativos, sino también instituciones como la Corporación Autoregulador del Mercado de Valores (AMV), creada mediante Resolución de 1171 de julio del 2006 la SFC, cuyo objetivo es propender por la integridad y calidad del mercado, el cumplimiento de las obligaciones generales de los intermediarios de valores, la adecuada administración de conflictos de interés de los intermediarios y sus regímenes de inversiones, el debido cumplimiento de los deberes frente a terceros y/o clientes, así como para proteger al mercado frente a esquemas defraudatorios como lo son el uso de información privilegiada, la manipulación del mercado y la implementación de esquemas de estafas entre otros.

La AMV expidió un reglamento que debe ser cumplido por todos sus afiliados, el cual fue aprobado mediante Resolución 1591/2008 de la SFC, en su Título 3, capítulo 1, artículo 47 establece: *“Los sujetos de autorregulación deberán abstenerse de realizar operaciones, directamente o por interpuesta persona, utilizando información privilegiada, suministrar tal información a terceros o recomendar la realización de operaciones con fundamento en dicha información”*.

En materia penal, el uso de información privilegiada es regulada en el artículo 258 de la ley 599 del 2000⁶, el cual impone penas privativas de la libertad para aquel que haga uso indebido de la información para su provecho o el de tercero.

⁶ Código Penal, ley 599 del 2000, artículo 258: el que como empleado o directivo o miembro de una junta u órgano de administración de cualquier entidad privada, con el fin de obtener provecho para sí o para un tercero, haga uso indebido de información que haya conocido por razón o con ocasión de su cargo o función y que no sea objeto de conocimiento público, incurrirá en multa.

IV. CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO DE LAS EMPRESAS COLOMBIANAS CÓMO MECANISMOS DE AUTORREGULACIÓN EN EL USO DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

Las principales características de un buen gobierno corporativo, se han tratado de resumir en manuales y/o guías, que sirvan de orientación a la gerencia corporativa, y como mecanismo de control de los diferentes órganos regulatorios. El informe Cadbury (1992) ha sido el referente de los códigos de buenas prácticas aplicado por diferentes países y organizaciones gremiales para elevar los estándares de gobierno corporativo y mejorar la confianza de los inversores. A partir de este referente, la mayoría de países y grandes empresas han diseñado guías de nuevas prácticas corporativas, denominadas comúnmente “Código de Buen Gobierno”, las cuales establecen recomendaciones en temas tales como compensación directiva, divulgación de información y relaciones entre los diferentes grupos de interés (Stakeholders).

Colombia siguiendo la tendencia internacional, en el 2001, la entonces Superintendencia de Valores expide la Resolución 275, en la cual promovía la adopción de principios de buen gobierno a las empresas listadas que tenían la intención de ser destinatarias de los recursos de los fondos de pensiones obligatorias. En el 2005, se expide la ley 964 que impone una serie de obligaciones a las empresas listadas, sin embargo, no es hasta el 2007, donde la SFC establece un grupo de trabajo intersectorial que produjo el Código País de Gobierno Corporativo. El Código se ha estructurado de manera que contenga un conjunto de medidas concretas, que se espera sean incorporadas por los *emisores de valores* en su actividad diaria, sobre los siguientes temas: (i) Asamblea General de Accionistas, (ii) Junta Directiva, (iii)

Revelación de Información Financiera y no Financiera, y (iv) Solución de Controversias. Cada grupo de medidas va antecedido de una breve explicación de las mismas.

En todo caso, el Código sigue el principio “cumpla o explique”, de allí que las medidas sean de adopción voluntaria por los emisores de valores, quienes deberán remitir diligenciada, por lo menos anualmente a la Superintendencia Financiera de Colombia, la encuesta de Mejores Prácticas Corporativas que tiene por objeto indicar y describir de manera general, información sobre sus prácticas de Gobierno Corporativo y sobre la adopción de las recomendaciones del Código de Mejores Prácticas Corporativas. En todos los casos, el emisor deberá responder si adoptó o no las medidas recomendadas para el período que esté revelando. Cuando su respuesta sea afirmativa, el emisor deberá explicar la forma y mecanismos por los cuales se asegura tal adopción. En caso de no haber adoptado alguna medida durante el período revelado, el emisor podrá informar las razones para ello. La encuesta también deberá publicarse por el emisor en su página de Internet y actualizarla con la misma periodicidad con la que se reporte a la Superintendencia Financiera de Colombia.

En el año 2014, y tomado como referencia la publicación de la CAF, “*Lineamientos para un Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo*” y las recomendaciones de la OCDE, la SFC actualiza el Código País y crea el “Nuevo Código País”. El nuevo Código está integrado por 33 Medidas, las cuales agrupan hasta 148 recomendaciones que pueden ser adoptadas por los emisores de valores en materia de: (i) Derechos y trato equitativo de los accionistas, (ii) Asamblea General de Accionistas, (iii) Junta Directiva, (iv) Arquitectura de Control, y (v) Transparencia e Información Financiera y no Financiera. El

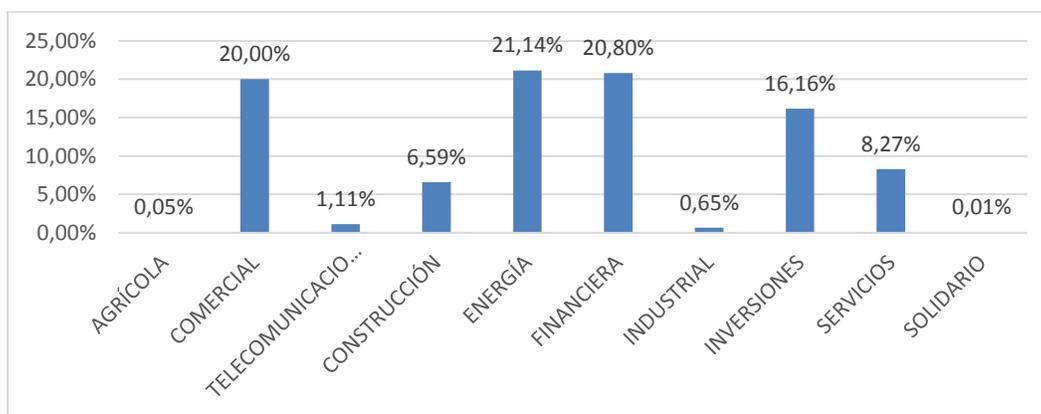
código, mantiene su estructura bajo el principio de “cumpla o explique” y, por lo tanto, sus recomendaciones son de adopción voluntaria para los emisores de valores.

II.4.1 Correspondencia entre la Regulación en el uso de información privilegiada y los códigos de buen gobierno

Para lograr nuestro objetivo, se procedió a hacer un análisis de las empresas colombianas que cotizan en bolsa, se identificaron que empresas poseían CBG, y dentro de este subgrupo, se analizó que empresas incorporaban directrices orientadas a prevenir el uso de información privilegiada, y si estas directrices están en línea con la regulación nacional de esta práctica de mercado.

A fecha del estudio (agosto del 2015), se establecieron un total de 73 empresas listadas en el mercado de valores colombianos, siendo los sectores con mayor representatividad el energético, financiero y comercial con una participación del 21,14%, 20,8% y 20% respectivamente (*ver gráfico 1*).

Gráfico 1: Tamaño del sector (%)



De la muestra inicial de 73 empresas, se estableció que sólo 57 tenían CBG, de estas sólo 11 empresas (19,2%) definen información privilegiada, entre las cuales sólo el 5 (8,2%) se ajusta a la definición legal del artículo 75 de la Ley 45 de 1990. igualmente, se puede observar que sólo el 19 (32,9%) de las empresas que poseen un CBG incorporan alguna acción para controlar la información privilegiada (ver **Tabla 1**).

Tabla 1: Código de Buen Gobierno e información privilegiada

	Poseen Código de Buen Gobierno	Definen IP	Posee Acción	Se ajusta a la definición legal
SÍ (%)	57 (78,1%)	11 (19,2%)	19 (32,9%)	5 (8,2%)

De los datos anteriores, podemos extraer algunas conclusiones iniciales, el bajo porcentaje de empresas (8,2%) en las cuales existe correspondencia entre la regulación nacional sobre el uso de información privilegiada, y las directrices establecidas en sus códigos de buen gobierno, nos sugiere la necesidad de un mayor esfuerzo por parte de la SFC para lograr plena coherencia entre la regulación en el uso de información privilegiada y los códigos de buen gobierno, especialmente en lo que se define como información privilegiada, y en las prohibiciones establecidas a los insiders en relación al uso de dicha información.

A pesar que el porcentaje de empresas que establecen acciones dentro de sus CBG tendientes a prevenir el uso de información privilegiada es mayor (32,9%) al de empresas que define correctamente el concepto de información privilegiada, aún es un porcentaje

muy bajo, teniendo en cuenta el consenso internacional y nacional (al menos desde el enfoque de los reguladores) de los perjuicios des este comportamiento oportunista.

V. CONTRASTACIÓN EMPÍRICA: IMPACTO DE LOS CBG DE LAS EMPRESAS COLOMBIANAS EN USO DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

Como una extensión del presente trabajo, analizaremos en qué medida la incorporación de normas tendientes a prevenir el uso de información privilegiada dentro de los CBG de las empresas, disminuye la información asimétrica en el precio de sus títulos corporativos. Para lograr nuestro objetivo, construimos el siguiente modelo econométrico:

$$SPREAD_{it} = \beta_0 + \beta_1 CBG_{it} + \beta_2 DIP_{it} + \beta_3 COINCI_{it} + \delta_{it} + \varepsilon_{it}$$

Donde, $SPREAD_{it}$ es una variable que permite medir de forma indirecta las asimetrías informativas, y consiste en la diferencia entre el precio al que los compradores están dispuestos a comprar (Bid) y el precio que los vendedores están dispuestos a vender (Ask), así, un Spread mayor, implicaría mayor asimetría de información (Amihud and Mendelson, 1989; Coller and Yohn, 1997), por lo tanto, esperaríamos que en empresas donde las directrices de su CBG tenga correspondencia con la regulación sobre uso de la información privilegiada, y que incorporen acciones tendientes a prevenir este comportamiento, tendrán menos información asimétrica y por tanto un menor spread del bid-ask. CBG_{it} corresponde a una variable dummy, que vale uno si la empresa ha implementado CBG y cero en otro caso. DIP_{it} variable duumy que vale uno si la empresa define el concepto de información privilegiada y cero en otro caso. $COINCI_{it}$ variable dummy que vale uno si la definición de información privilegiada coincide con la regulación

nacional y cero en otro caso. δ_{it} es un vector de variables de control que han sido utilizadas en la literatura de *insider trading* y de gobierno corporativo, específicamente, incluye características de la empresa como: tamaño de la empresa, nivel de concentración de la propiedad, tipo de empresa (pública o privada), liquidez del título, deuda.

V.1 Resultados empíricos

Mediante regresión de MCO, intentamos establecer los determinantes en el uso de la información privilegiada (tomando como proxy el spread entre el Bid-Ask). Los resultados de la regresión se reportan en la Tabla 2, se observa que las variables de mayor interés, es decir las relacionadas con los códigos de buen gobierno, presentan coeficientes negativos y significativos la **CBG** y la **COINCI**. La primera sugiere que las empresas que implementan CBG disminuyen la asimetría de información en sus títulos, y disminuyen la posibilidad de explotación de ventajas informativas por parte de los insiders. Un resultado mucho más interesante, es la significatividad de la variable **COINCI**, que sugiere, que las empresas que han incorporado en sus CBG normas sobre el uso de información privilegiada que son coherentes con la regulación nacional tienen un menor spread del Bid -Ask, es decir tienen menor información asimétrica.

Dentro de las variables de control, encontramos que la variable **Ratio_liquidez** presenta un coeficiente negativo y significativo, lo cual es coherente con resultados anteriores, y sugiere que los compradores no imponen un spread alto, por considerar menor riesgo de selección adversa. La variable **LN_TEM** presenta un coeficiente positivo y significativo. La variable **TYPE_PRIVA** presenta un coeficiente positivo y significativo, lo

que sugiere que las empresas del sector privado cuentan con una mayor asimetría en sus títulos en comparación con las empresas del sector público.

**Tabla 2: Impacto de los CBG en la información asimétrica
(VER ANEXO 1 PARA DEFINICIÓN DE VARIABLES)**

				Estadísticas de colinealidad	
	<i>Coeff.</i>	<i>t.stat.</i>	<i>Sig.</i>	<i>Tolerancia</i>	<i>VIF</i>
(Constante)	-5,826	-2,637	,010		
<i>CBG</i>	-1,367	-2,128	,035	,730	1,370
<i>DIP</i>	,416	,740	,461	,401	2,494
<i>COINCI</i>	-1,735	-2,467	,015	,424	2,360
<i>LN_TEM</i>	,597	5,255	,000	,567	1,764
<i>Ratio_liquidez</i>	-0,018	-4,966	,000	,799	1,251
<i>CP_5_ACC</i>	,012	1,112	,268	,473	2,115
<i>Ln_T_BOARD</i>	-,036	-,047	,963	,654	1,529
<i>R_Indepen</i>	-,010	-,009	,992	,723	1,384
<i>DebtT/TA</i>	-,003	-,368	,714	,628	1,592
<i>TYPE_PRIVA</i>	2,877	6,117	,000	,665	1,503
<i>R²_ajustado</i>	49,2				
<i>F</i>	13,302				
<i>N</i>	128				

VI. CONCLUSIONES

En la última década ha surgido de nuevo el interés por analizar la eficacia de los sistemas de gobierno corporativo, fundamentalmente como consecuencia de escándalos financieros acaecidos a partir del año 2000 en grandes empresas de Estados Unidos y de Europa, que pusieron en entredicho el desarrollo de la gobernanza empresarial tal y como se había concebido hasta finales de los años noventa, debido a su incapacidad para prevenir determinados comportamientos oportunistas por parte de la dirección de la empresa. En este sentido, se planteó la necesidad de extender el análisis de la eficacia de los sistemas de gobierno corporativo y de la regulación, como mecanismos de control, a un terreno menos explorado y que, sin embargo, representa unos de los comportamientos oportunistas más frecuentemente detectados en la literatura financiera: el uso de información privilegiada por parte de los directivos empresariales, más conocido como *insider trading*.

A pesar de el gran número de trabajos orientados a probar empíricamente que los insiders de las empresas mantienen su capacidad de explotar su ventaja informativa, a pesar del gran desarrollo de la regulación, existe poca evidencia en analizar cómo los códigos de buen gobierno implementados en las empresas colombianas incorporan restricciones frente a este conflicto de intereses, y si esas restricciones en caso de tenerlas, tiene coherencia con la regulación nacional e internacional sobre el tema.

La revisión de la literatura indica que existe un gran consenso al menos entre los reguladores de los diferentes países, en legislar en contra del uso de información privilegiada en el mercado de valores. Países como Estados Unidos e instituciones multilaterales como el Banco Mundial, la IOSCO, la OCDE entre otras, han incentivado en los países de su influencia, la promulgación de leyes que restrinjan esta práctica de mercado, que a todas luces y bajo el prisma de los órganos de control, se considera perjudicial para el desarrollo de los mercados financieros, especialmente el de valores.

Colombia no ha escapado a esta presión internacional, y desde el año 2001 inicia su proceso de incentivar a las empresas para que adopten estándares de calidad en el proceso de la gobernanza empresarial, este proceso culmina en el 2014 con la promulgación del código de buenas prácticas de gobierno corporativo denominado “Nuevo Código País”, este código mantiene una estructura de “Cumplir o Explicar”, lo que significa que es voluntario por parte de las empresas su adopción, sin embargo en caso de su implementación, deben cumplir con las directrices establecidas en la guía, en caso de no hacerlo, deben explicar las razones de tal decisión.

Los resultados de la revisión de los códigos de buen gobierno de las empresas colombianas listadas (73), indican que no todas tienen implementado el código (57), y de aquellas que los tienen implementado sólo en los códigos de 5 empresas existe correspondencia con la regulación nacional e internacional, cifra que indica la poca sensibilidad de las empresas colombianas frente a esta práctica de mercado. Esta situación genera algunas preguntas que debe ser abordadas en futuras investigaciones:

¿Las directivas y los órganos de control de las empresas colombianas consideran negativo el uso de información privilegiada?

¿Las diferencias institucionales, especialmente en la forma en que las empresas colombianas se financian (más dependientes de los intermediarios- banca- que del mercado de capitales) hace menos relevante esta práctica de mercado?

Los resultados empíricos nos permiten concluir que los códigos de buen gobierno que tienen incorporados restricciones y definiciones en sintonía con la regulación, tienen menor spread del Bid-Ask, lo que, para este estudio, se traduce en una menor asimetría informativa y por tanto menores posibilidades para los insiders de explotar sus ventajas informativas.

Para terminar, el presente estudio coloca de manifiesto la necesidad de los órganos de control colombiano en cabeza de la SFC, que además de incentivar a las empresas a implementar códigos de buen gobierno, deben exigir que dentro de ellos se incorporen directrices orientadas a la prevención y sanción del uso de información privilegiada.

BIBLIOGRAFÍA

BHATTACHARYA, U. Y DAOUK, H. (2002): “The world price of insider trading”. *Journal of Finance*, vol. 57, págs. 75-108.

CLACHER, I. HILLIER, D. Y LHAOPADCHAN, S. (2009): Corporate insider trading: a literature review”. *revista española de financiación y contabilidad* vol. xxxviii(143) págs. 373-397.

COASE, R. (1937): “The Nature of the Firm”. *Economica*, vol. 4, págs. 386-405.

FAMA, E. F. Y JENSEN, M. C. (1983,a): “Agency Problems and residual claims”. *Journal of Law & Economics*. Vol. 26(2), págs. 327-349.

FAMA, E. F. Y JENSEN, M. C. (1983,b): “Separation of ownership and Control”. *Journal of Law and Economics*, vol.26(2), págs. 301–325.

GROSSMAN, S. Y HART, O. (1986): “The costs and benefits of ownership: a theory of vertical and lateral integration”. *Journal of Political Economy*, vol. 94(4), págs. 691-719.

HART, O, Y MOORE, J. (1990): “Property rights and the nature of the firm”. *Journal of Political Economy*, vol. 98(6), págs. :1119-1158.

JENSEN, M. Y MECKLING, W. (1976): “theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure”. *Journal of Financial Economics*, vol. 3(4), págs. 305-360.

KING, R. AND LEVINE, R. (1993). *Finance and Growth Schumpeter Might Be Right*.

LA PORTA, R., LÓPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A. Y VISHNY, R. (1997): “Legal determinants of external finance”. *Journal of Finance*, vol. 52, págs. 1131-1150

RAJAN, R.G. Y ZINGALES, L. (1998): “Financial dependence and Growth”. *American Economic Review*, vol. 88, págs. 559-86.

ANEXO 1: Definición de variables

<i>CBG</i>	Variable dummy que vale uno si la empresa tiene implementado un CBG, y cero en otro caso.
<i>DIP</i>	Variable dummy que vale uno si la empresa en su CBG define el concepto de Información Privilegiada, y cero en otro caso.
<i>COINCI</i>	Variable dummy que vale uno si la definición de información privilegiada incorporada en su CBG coincide con la definición establecida en la regulación nacional y/o internacional, y cero en otro caso.
<i>LN_TEM</i>	Controla el tamaño de la empresa medida como el logaritmo del valor de mercado de la empresa.
<i>Ratio_liquidez</i>	Mide la liquidez de las acciones de la empresa, medida como la ratio entre el número de acciones transadas y el número de acciones en circulación.
<i>CP_5_ACC</i>	Mide el nivel de concentración de la propiedad, medida como el porcentaje de propiedad en manos de los primeros cinco accionistas.
<i>Ln_T_BOARD</i>	Mide el tamaño de la junta directiva, como el logaritmo natural del número de consejeros.
<i>R_Independen</i>	Mide el grado de independencia de la Junta Directiva, medida como la ratio entre el número de consejeros independientes y el número total de consejeros.
<i>DebtT/TA</i>	Mide el nivel de endeudamiento de la empresa, medido como la

	ratio entre deuda total y el total de activos.
<i>TYPE_PRIVA</i>	Variable dummy que vale uno si la empresa es del sector privado y ceros en otro caso.