

**EFFECTO DE LA REGULACIÓN BURSÁTIL SOBRE LA EFICIENCIA DE LOS  
MERCADOS ACCIONARIOS: COMPARACIÓN ENTRE LOS PRINCIPALES  
MERCADOS LATINOAMERICANOS Y EL REINO UNIDO**

**ZULAY YESENIA RAMÍREZ LEÓN**

**GRUPO FINANCE & MANAGEMENT**

**UNIVERSIDAD INDUSTRIAL DE SANTANDER  
FACULTAD DE INGENIERIAS FISICOMECHANICAS  
ESCUELA DE ESTUDIOS INDUSTRIALES Y EMPRESARIALES  
MAESTRIA EN INGENIERIA INDUSTRIAL  
BUCARAMANGA**

**2018**

**EFFECTO DE LA REGULACIÓN BURSÁTIL SOBRE LA EFICIENCIA DE LOS  
MERCADOS ACCIONARIOS: COMPARACIÓN ENTRE LOS PRINCIPALES  
MERCADOS LATINOAMERICANOS Y EL REINO UNIDO**

**ZULAY YESENIA RAMÍREZ LEÓN**

**Proyecto de Investigación para optar al título de Magister en Ingeniería  
Industrial**

**Director**

**JUAN BENJAMIN DUARTE DUARTE**

**Doctor en Finanzas de Empresa**

**GRUPO FINANCE & MANAGEMENT**

**UNIVERSIDAD INDUSTRIAL DE SANTANDER  
FACULTAD DE INGENIERIAS FISICOMECHANICAS  
ESCUELA DE ESTUDIOS INDUSTRIALES Y EMPRESARIALES  
MAESTRIA EN INGENIERIA INDUSTRIAL  
BUCARAMANGA**

**2018**

A Dios quien ha iluminado mi  
camino para hacer mis sueños  
realidad.

A mi hermosa familia por ser mi  
fortaleza, mi apoyo y mi inspiración.

A l amor de mi vida, por ser mi  
compañero incondicional y  
animarme a ser mejor cada día.

## **AGRADECIMIENTOS**

Quiero agradecer a todas las personas que hicieron parte de este proceso y que de alguna forma me ayudaron, me acompañaron y me dieron una voz de aliento en la realización de este proyecto.

Agradezco al Profesor Juan Benjamín Duarte Duarte por su apoyo incondicional, disponibilidad, paciencia y colaboración en el desarrollo de este proyecto.

Agradezco a mis padres por motivarme a continuar en tiempos difíciles y sobre todo por comprenderme siempre. Mil gracias por ese amor incondicional que me han brindado a lo largo de mi vida y de mi vida profesional.

A Alfonso por ser mi motor, por no dejarme decaer, por compartir mis sueños y por enseñarme con amor que todo es posible. Gracias amor por siempre creer en mi a pesar de las adversidades.

A mi colega, compañera y amiga Katherine Sierra, por ser mi ejemplo a seguir, por ayudarme, animarme y guiarme en el desarrollo de este proyecto.

Agradezco a todos los profesores y compañeros que me acompañaron y animaron en esta etapa importante de mi vida.

## TABLA DE CONTENIDO

INTRODUCCIÓN .....	13
1 REVISIÓN DE LA LITERATURA .....	16
1.1 EFICIENCIA DEL MERCADO.....	16
1.1.1 Definición de mercado eficiente.....	16
1.1.2 Cuestionamientos a la eficiencia de mercado.....	19
1.1.3 Contrastación empírica de la hipótesis de mercado eficiente .....	20
1.2 REGULACIÓN BURSÁTIL.....	25
1.2.1 Regulación del uso de información privilegiada .....	27
1.3 EFECTO DE LA REGULACIÓN BURSÁTIL SOBRE LA EFICIENCIA DE LOS MERCADOS .....	31
1.3.1 Efectos de la regulación en el uso de información privilegiada.....	35
2 METODOLOGÍA .....	41
2.1 CARACTERIZACIÓN Y COMPARACIÓN DE MARCOS LEGALES.....	41
2.2 COMPROBACIÓN EMPÍRICA DE LA EFICIENCIA.....	43
2.2.1 Datos. ....	44
3.2.1. Datos. ....	44
2.2.2 Metodología Estudio de Eventos .....	46
3.2.2. Metodología Estudio de Eventos .....	46
3.2.2.1. Determinación de la fecha del anuncio y de periodos de estimación y evento.....	46
3.2.2.5. Contrastes de significancia estadística de las rentabilidades anormales..	49
3 RESULTADOS.....	52

3.1	HISTORIA DE LA REGULACIÓN DEL INSIDER TRADING EN LOS PRINCIPALES MERCADOS LATINOAMERICANOS Y EL REINO UNIDO .....	52
3.1.1	Colombia.....	52
3.1.2	México .....	61
3.1.3	Chile.....	65
3.1.4	Brasil.....	70
3.1.5	Reino Unido .....	75
3.2	CARACTERIZACIÓN Y COMPARACIÓN DE MARCOS LEGALES VIGENTES DEL INSIDER TRADING DE LOS PRINCIPALES MERCADOS LATINOAMERICANOS Y EL REINO UNIDO .....	83
3.2.1	Marcos legales vigentes .....	84
3.2.2	Comparación de marcos legales vigentes .....	85
3.3	COMPROBACIÓN EMPÍRICA DE LA EFICIENCIA.....	88
3.3.1	Estadísticas preliminares.....	88
3.3.2	Test de significancia estadística .....	96
3.3.3	Test de rangos.....	100
4	DISCUSIÓN DE RESULTADOS.....	104
4.1	CARACTERIZACIÓN Y COMPARACIÓN DE MARCOS LEGALES.....	104
4.2	COMPROBACIÓN EMPÍRICA DE LA EFICIENCIA.....	107
5	CONCLUSIONES .....	110
6	LIMITACIONES Y RECOMENDACIONES .....	113
	REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	114
	ANEXOS.....	129

## LISTA DE TABLAS

Tabla 1. Autoridades reguladoras a nivel mundial .....	27
Tabla 2. Cambios regulatorios de Colombia y Chile .....	44
Tabla 3. Descripción de la muestra.....	45
Tabla 4. Normatividad vigente del insider trading .....	84
Tabla 5. Comparación de marcos legales vigentes del insider trading de Latinoamérica y el Reino Unido .....	87
Tabla 6. Estadísticas preliminares de Colombia (2003-2007).....	89
Tabla 7. Media aritmética y desviación antes y después de la Ley 964 de 2005...90	
Tabla 8. Estadísticas descriptivas de rentabilidades anormales acumuladas de Colombia.....	91
Tabla 9 Estadísticas descriptivas de rentabilidades anormales acumuladas antes y después de la ley 964 de 2005. ....	92
Tabla 10. Estadísticas preliminares de Chile .....	93
Tabla 11. Media aritmética y desviación antes y después de la Ley 20.382.....	94
Tabla 12. Estadísticas descriptivas de rentabilidades anormales acumuladas de Chile.....	96
Tabla 13. Estadísticas descriptivas de rentabilidades anormales acumuladas antes y después de la ley 20.382 .....	96
Tabla 14. Prueba T para igualdad de medias en Colombia .....	97
Tabla 15. Prueba T para igualdad de medias de rentabilidades anormales acumuladas.....	98
Tabla 16. Prueba T para igualdad de medias en Chile .....	99
Tabla 17. Prueba T para igualdad de medias de rentabilidades anormales acumuladas.....	100
Tabla 18. Test de rangos en Colombia .....	101
Tabla 19. Test de rangos en Chile .....	102

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 Caracterización pruebas eficiencia .....	24
Figura 2 Metodología del proyecto.....	42
Figura 3 Línea del tiempo .....	47
Figura 4 Media en los días cercanos a anuncios en Colombia.....	91
Figura 5 Media en los días cercanos a anuncios en Chile.....	95

## LISTA DE ANEXOS

Anexo A Caracterización de marcos legales vigentes .....	129
Anexo B Eventos a analizar .....	136

## RESUMEN

TITULO: EFECTO DE LA REGULACIÓN BURSÁTIL SOBRE LA EFICIENCIA DE LOS MERCADOS ACCIONARIOS: COMPARACIÓN ENTRE LOS PRINCIPALES MERCADOS LATINOAMERICANOS Y EL REINO UNIDO\*

AUTOR: ZULAY YESENIA RAMÍREZ LEÓN\*\*

PALABRAS CLAVE: Eficiencia del mercado, Regulación, información privilegiada.

Ante el impacto de la crisis financiera del 2008, la gran competencia y la tendencia de la globalización financiera, ha surgido el interés por parte de los investigadores de evaluar la efectividad de la regulación y de buscar la forma de ajustarla en los diferentes sistemas financieros del mundo, teniendo como objetivo principal la eficiencia de los mercados. Por esta razón en el presente trabajo se evalúa el efecto de la regulación bursátil sobre la eficiencia de los mercados accionarios, realizando una comparación entre los principales mercados latinoamericanos y el Reino Unido. Teniendo en cuenta que la regulación bursátil es un tema de gran amplitud y que uno de sus objetivos es garantizar una plataforma justa para quienes participan en el mercado de valores por medio de la inclusión de leyes orientadas a prevenir abusos, evitar conductas ilegales y castigar a quienes violen las reglas de operación en el mercado, esta investigación se ha enfocado en la normatividad orientada a regular el uso indebido de información privilegiada en los mercados de valores. La metodología utilizada para realizar la comprobación empírica fue el estudio de eventos. Entre los hallazgos más importantes se encuentra que una regulación más exigente en este ámbito puede impactar a los mercados de valores, logrando mejorar su eficiencia en la forma fuerte.

---

\* Trabajo de grado

\*\* Facultad de Ingenierías Fisicomecánicas. Escuela de Estudios Industriales y Empresariales. Director Juan Benjamín Duarte Duarte

## **ABSTRACT**

TITLE: EFFECT OF REGULATION ON THE EFFICIENCY OF STOCK MARKETS:  
COMPARISON OF MAJOR LATIN AMERICAN MARKETS AND THE UK\*

AUTHOR: ZULAY YESENIA RAMÍREZ LEÓN\*\*

KEYWORDS: Market Efficiency, Regulation, insider trading.

Due to the impact of the financial crisis of 2008, the great competition and the trend of financial globalization, there has been interest from researchers to evaluate the effectiveness of regulation and find a way to fit in different financial systems world, having as main objective the efficiency of markets. For this reason, in this paper, the effect of stock market regulation on the efficiency of stock markets is evaluated, making a comparison between the main Latin American markets and the United Kingdom. Bearing in mind that stock market regulation is a broad issue and one of its objectives is to guarantee a fair platform for those who participate in the securities market through the inclusion of laws aimed at preventing abuses, avoiding illegal conduct and punishing those who violate the rules of operation in the market, this research has focused on regulations aimed at regulating the improper use of privileged information in the securities markets. The methodology used to perform the empirical verification was the study of events. Among the most important findings is that a more demanding regulation in this area can impact the stock markets, improving its efficiency in a strong form.

---

\* Research work

\*\* Faculty of Physical-Mechanical Engineering. School of Industrial and Business Studies, Industrial Engineering. Advisor Juan Benjamin Duarte Duarte

## INTRODUCCIÓN

La crisis financiera que inició en Estados Unidos en el 2008 y se expandió a nivel internacional, teniendo como consecuencia una profunda crisis de liquidez, y causando, indirectamente, diferentes derrumbes bursátiles (como la crisis bursátil de enero de 2008 y la crisis bursátil mundial de octubre de 2008), ha despertado el interés de los analistas de mercados acerca de la relación existente entre la regulación de los mercados bursátiles y su eficiencia. Durante muchos años se han destacado dos puntos de vista diferentes sobre la regulación financiera, el primero defiende la liberación de los mercados y el segundo apoya la intervención del gobierno en la supervisión. Es decir, se ha generado una discusión entre la limitada o demasiada regulación. Ante el impacto de la crisis, la gran competencia y la tendencia de la globalización financiera, ha surgido el interés por parte de los investigadores de evaluar la efectividad de la regulación y de buscar la forma de ajustarla en los diferentes sistemas financieros del mundo, teniendo como objetivo principal la eficiencia de los mercados. Si los mercados son eficientes y la información de mercado se refleja en los precios, entonces la asignación de los recursos se ha optimizado y la regulación financiera es efectiva.

Dentro de este contexto, el objetivo principal de la presente investigación es evaluar el efecto de la regulación bursátil sobre la eficiencia de los mercados accionarios, realizando una comparación entre los principales mercados latinoamericanos<sup>1</sup> y el Reino Unido. Teniendo en cuenta que la regulación bursátil es un tema de gran amplitud y que uno de sus objetivos es garantizar una plataforma justa para quienes participan en el mercado de valores por medio de la inclusión de leyes orientadas a prevenir abusos, evitar conductas ilegales y castigar a quienes violen las reglas de

---

<sup>1</sup>Brasil, México, Chile, y Colombia, teniendo en cuenta el estudio realizado por el Fondo Monetario Internacional en el 2010 “Las Américas: Aprovechando el viento a favor”.

operación en el mercado, esta investigación se ha enfocado en la normatividad orientada a regular el uso indebido de información privilegiada en los mercados de valores. Aunque existen diferentes conductas consideradas abuso en el mercado de valores, a nivel mundial ha sido de gran preocupación el uso de información privilegiada, ya que altera la operación y desarrollo del mercado, compromete la igualdad y la integridad de este, deteriorando la confianza de los inversionistas. Lo anterior inquieta principalmente a los mercados en desarrollo, cómo los latinoamericanos, en donde se requiere la confianza de los inversionistas para financiar las empresas con necesidades de capital por medio del mercado accionario.

Si un mercado es eficiente, los precios deben reflejar toda la información disponible ya sea pública o privada, privada hasta donde la ley lo permite. Teniendo en cuenta que se busca evaluar la efectividad de la regulación del uso de información privilegiada en la eficiencia de los mercados, se requiere exista un cambio en el comportamiento de los mercados luego de una modificación normativa, es decir que estos reaccionen ante la presencia de eventos relevantes, apoyando el nivel fuerte de la eficiencia del mercado. Para probar esto, los investigadores utilizan la metodología de estudio de eventos, que busca identificar retornos anormales, como medida crucial para evaluar el impacto de un evento.

La metodología utilizada se estructuró en dos fases: una cualitativa y otra cuantitativa. En la primera fase se llevó a cabo un recorrido histórico, identificando los principales cambios regulatorios que se han dado en cada mercado objeto de estudio en el marco del uso de información privilegiada y también la caracterización de sus marcos legales vigentes. En la segunda fase se evaluó empíricamente mediante estudio de eventos, la reacción del mercado ante anuncios corporativos o eventos relevantes, antes y después de un cambio regulatorio, con el fin de analizar la efectividad de la regulación en la eficiencia de los mercados de Colombia y Chile.

Lo que resta de la investigación se estructuró de la siguiente forma: la segunda sección presenta la revisión de la literatura, luego se describe la metodología de la investigación, en las siguientes dos secciones se exponen los resultados y su respectiva discusión y se finaliza el documento presentando las conclusiones, referencias bibliográficas y anexos.

# 1 REVISIÓN DE LA LITERATURA

Cuando en un mercado bursátil los precios reflejan toda la información disponible, se dice que éste es eficiente informacionalmente y/o difícil de predecir, por lo cual se puede considerar un mercado perfecto. Un mercado perfecto se caracteriza por la transparencia, amplitud, libertad, profundidad y flexibilidad. El cumplimiento de estas características es el objetivo principal de la regulación del mercado de valores, ya que de esta manera asegura que los mercados sean justos, protege a los inversionistas y reduce el riesgo sistemático.

Para estudiar el efecto de la regulación bursátil sobre la eficiencia de los mercados accionarios, se realiza primero una revisión de los antecedentes de la hipótesis del mercado eficiente, luego se habla del origen y desarrollo de la regulación de los mercados de valores, se profundiza en la regulación del uso de información privilegiada, se destacan algunos estudios que se han enfocado en evaluar el efecto que causa la regulación en la eficiencia de los mercados y finalmente se describen los principales estudios que han evaluado la eficiencia fuerte del mercado a través del estudio de eventos, metodología elegida para la comprobación empírica de la presente investigación.

## 1.1 EFICIENCIA DEL MERCADO

**2.1.1. Definición de mercado eficiente.** Gibson<sup>2</sup> fue uno de los primeros en plantear el concepto de la eficiencia de los mercados, destacando la importancia de la información pública como elemento de mejora del mercado. Años después Bachelier<sup>3</sup>, explicó la eficiencia de los mercados bursátiles asociando el comportamiento de los precios de los activos con una martingala, con lo cual dejó

---

<sup>2</sup> GIBSON, George Rutledge. The Stock Markets of London, Paris and New York. A Comparison. New York ; London : G.P. Putnam, 1889. 123 p.

<sup>3</sup> BACHELIER, Louis. Teoría de la especulación, 1900.

clara la dificultad en la predicción de éstos debido a su comportamiento aleatorio. Por otro lado, Keynes<sup>4</sup> resaltó que los inversores de bolsa son recompensados por el riesgo intrínseco al que están expuestos al invertir en el mercado, asumiendo que los precios recogen toda la información disponible y que por tal razón la única fuente de ganancias extraordinarias es la capacidad del inversor para asumir riesgos, lo cual está en la misma dirección del concepto de mercado eficiente, que establece que cada activo tiende a su precio intrínseco de acuerdo a su nivel de riesgo.

Años después Fama<sup>5</sup> definió los mercados eficientes como un "juego equitativo" en el que los precios de las acciones reflejan completamente toda la información disponible. Implicaciones importantes se desprenden de esto. Una de ellas es la idea de que los precios de las acciones siguen un paseo aleatorio, lo que indica que el mercado no tiene memoria. Otra implicación es que los inversores no pueden superar de forma sistemática el mercado y otra implicación es que los propios precios representan una valiosa información.

La eficiencia de mercado también ha sido definida dependiendo del grado de información con que se cuente en la formación de los precios, es así como Harry Roberts<sup>6</sup> definió tres niveles de eficiencia de los mercados de valores, los cuales denominó: débil, intermedio y fuerte. Sin embargo fue Fama<sup>7</sup> quien amplió esta definición: en primer lugar, la hipótesis débil supone que cada título refleja totalmente la información contenida en la serie histórica de precios, es decir, toda la información pasada; en segundo lugar señaló que en la hipótesis intermedia los

---

<sup>4</sup> KEYNES, John Maynard. Some aspects of commodity markets, Manchester Guardian Commercial: European Reconstruction Series. Londres: Macmillan, 1923.

<sup>5</sup> FAMA, Eugene F. The Behavior of Stock Market Prices. The Journal of Business, 1965a. Vol. 38, No. 1, p. 34-105.

<sup>6</sup> ROBERTS, Harry. Statistical Versus Clinical Prediction of the Stock Market Unpublished manuscript. CRSP, University of Chicago, 1967.

<sup>7</sup> FAMA, Eugene F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. Journal Of Finance, 1970. Vol. 25, No. 2, p. 383-417.

precios reflejan, no sólo toda la información pasada, sino también toda la información hecha pública acerca de la empresa o de su entorno, que pueda afectar a cada título en particular; finalmente la hipótesis fuerte parte del supuesto de que los precios reflejan absolutamente toda la información ya sea pasada, pública o privada.

La hipótesis del mercado eficiente planteada por Fama<sup>8</sup>, ha presentado modificaciones por parte del autor, incorporando conceptos como el impacto de los costes de transacción y consecución de la información, aclarando que los precios reflejan la información hasta el punto en el que los beneficios marginales no excedan los costes marginales<sup>9</sup>, igualmente, años después el autor analizó las anomalías de mercado llegando a la conclusión de que “en los mercados eficientes el valor esperado de las rentabilidades anormales es cero, pero el azar genera desviaciones de cero en ambas direcciones”<sup>10</sup>, lo que indica que para el autor estas anomalías no son sistemáticas, sino que tienden a desaparecer con el cambio de la técnica o forma en que se miden.

Por su parte, Malkiel<sup>11</sup> amplió la definición del mercado eficiente, resaltando que un mercado de capitales es eficiente si refleja total y correctamente la información relevante en la determinación del precio de una acción y que el mercado es eficiente con respecto a un conjunto de información si el precio del activo no es afectado por revelar esa información a todos los participantes.

---

<sup>8</sup> FAMA. Óp. Cit; p. 34-105.

<sup>9</sup> FAMA, Eugene F. Efficient Capital Markets: II. The Journal of Finance, 1991. Vol. 46, No. 5, p.1575-1617.

<sup>10</sup> FAMA, Eugene F. Market Efficiency, Long-term Returns, and Behavioral Finance. Journal of Financial Economics, 1998. Vol. 49, p. 283-306.

<sup>11</sup> MALKIEL, Burton Gordon. Efficient market hypothesis. En M. M. P. Newman (Ed.), New Palgrave Dictionary of Money and Finance. Londres: Macmillan, 1992.

Por último, Aragonés y Mascareñas<sup>12</sup> resaltaron tres factores que describen si existe o no eficiencia en los mercados bursátiles: En primer lugar se destaca el hecho de que los únicos que podrían obtener beneficios significativos en términos absolutos son aquellos que gestionan grandes carteras; un segundo factor, está relacionado con el sesgo en la selección de la cartera; por ultimo está el factor *suerte*, que se refiere al hecho de que los precios de los activos y carteras tienen asociada una distribución de probabilidad, la cual en algunos casos permiten ganar (o perder), pero nunca gestionar activos como para obtener sistemáticamente beneficios en los mercados.

**2.1.2. Cuestionamientos a la eficiencia de mercado.** Akerlof<sup>13</sup>, Spence<sup>14</sup> y Stiglitz & Rothschild<sup>15</sup> cuestionaron la hipótesis de mercado eficiente argumentando asimetrías en la información que generan problemas de riesgo moral y de selección adversa en los mercados de automóviles, laborales y de crédito.

Grossman & Stiglitz<sup>16</sup> cuestionaron la hipótesis de Fama principalmente en lo referente a la forma fuerte de eficiencia del mercado, argumentando que los precios solo reflejan parcialmente la información disponible, ya que parten de la premisa de que la información es costosa.

---

<sup>12</sup> ARAGONÉS, José R. y MASCAREÑAS, Juan. La eficiencia y el equilibrio en los mercados de capital. *Análisis Financiero*, 1994. No. 64, p. 76-89.

<sup>13</sup> AKERLOF, George A. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 1970. Vol. 84, no. 3, p. 488-500.

<sup>14</sup> SPENCE, Michael. Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 1973. Vol. 87, no. 3, p. 355-374.

<sup>15</sup> STIGLITZ, Joseph y ROTHSCCHILD, Michael. Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information, 1976. Vol. 90, p. 629–650.

<sup>16</sup> GROSSMAN, Sanford J. y STIGLITZ, Joseph E. On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *The American Economic Review*, 1980. Vol. 70, no. 3, p. 393-408.

Vayanos & Woolley<sup>17</sup> sugirieron que los modelos de fijación de precios de activos deberían tener en cuenta a los intermediarios de inversión con el fin de hacerlos más realistas y ofrecer una mejor comprensión en el funcionamiento de los mercados financieros, cuestionando también la teoría de mercados eficientes, la cual está dirigida a que los inversionistas delegan casi toda la participación de sus inversiones a intermediarios profesionales, generando lo que se conoce como un “*problema de teoría de agencia*”, en donde los intereses y objetivos de los intermediarios no siempre son iguales a los de los inversionistas principales.

Stiglitz<sup>18</sup>, desmintió las teorías racionales del mercado basándose en el comportamiento imprudente y descontrolado de Wall Street en los años previos al 2007, que originaron la crisis de las subprimes en Estados Unidos y que según el autor, fue adicionalmente mal manejada por los respectivos gobiernos, en el sentido de que para salir de la crisis se castigaron los salarios y se redujeron las pensiones, mientras que los bonos de los banqueros se incrementaron sustancialmente.

**2.1.3. Contrastación empírica de la hipótesis de mercado eficiente.** Para la contrastación empírica de la teoría del mercado eficiente, se han utilizado diversos modelos de equilibrio. De las diversas técnicas empleadas para este análisis, la más frecuente es el estudio de la autocorrelación serial de los precios o rendimientos de las acciones, utilizando como modelo de equilibrio la fijación de los precios de tal forma que los rendimientos esperados sean constantes.

---

<sup>17</sup> VAYANOS, Dimitri y WOOLLEY, Paul. An institutional theory of momentum and reversal. National Bureau of Economic Research, 2008. 78 p.

<sup>18</sup> STIGLITZ, Joseph. Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy. W. W. Norton, 2010.

Entre los autores que realizaron esta clase de contrastación cabe destacar a Kendall<sup>19</sup>, Moore<sup>20</sup> y Fama<sup>21</sup> que analizaron las primeras diferencias logarítmicas de los precios diarios de las treinta acciones del DowJones Industrial. En los tres casos coinciden en su conclusión de que no observan correlación serial significativa como para apoyar la existencia de dependencia lineal sustancial entre los cambios sucesivos de los precios de los títulos analizados.

En la década de los sesenta Mandelbrot<sup>22</sup> y Samuelson<sup>23</sup> asociaron modelos matemáticos como la martingala al comportamiento de los precios de los activos financieros y se le atribuye a Fama la capacidad para compilar en sus publicaciones los fundamentos empíricos y teóricos desarrollados hasta la fecha, analizando el modelo de recorrido aleatorio como herramienta para describir los mercados bursátiles, resaltando el reto que enfrentan los chartistas al intentar predecir los precios de las acciones en presencia de aleatoriedad.

Ball<sup>24</sup>, examinó la reacción del mercado ante 267 cambios en las prácticas contables entre 1947 y 1960; mientras que Ibbotson<sup>25</sup> analizó su comportamiento ante nuevas ofertas públicas seleccionando una al azar cada mes para el periodo 1960-1969: ambos son favorables a la eficiencia intermedia.

---

<sup>19</sup> KENDALL, M.G y BRADFORD HILL A. The Analysis of Economic Time-Series-Part I: Prices. Journal of the Royal Statistical Society. Series A (General), 1953. Vol. 116, no. 1, p. 11-25.

<sup>20</sup> MOORE, Arnold B. A Statistical Analysis of Common Stock Prices. University of Chicago, 1962. 322p.

<sup>21</sup> FAMA. Óp. cit.

<sup>22</sup> MANDELBROT, Benoît. New methods in statistical economics. Journal of Political Economy, 1963a. Vol. 71, p. 421-440.

MANDELBROT, Benoît. The variation of certain speculative prices. The Journal of Business, 1963b. Vol. 36, no. 4, p. 394-419.

MANDELBROT, Benoît. Forecasts of Future Prices, Unbiased Markets, and "Martingale" Models. The Journal of Business, 1966. Vol. 39, no. 1, p. 242-255.

<sup>23</sup> SAMUELSON, Paul A. (1965). Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly. Industrial Management Review, 1965. p.41.

<sup>24</sup> BALL, Ray. Changes in Accounting Technique and Stock Prices. Journal of Accounting Research, Empirical Research in Accounting: Selected Studies, 1972. Vol. 10, 38 p.

<sup>25</sup> IBBOTSON, Roger G. Price performance of common stock new issues. Journal of Financial Economics, 1975. Vol. 2, no. 3, p. 235-272.

La eficiencia del mercado norteamericano ha sido contrastada continuamente con resultados contradictorios por diferentes metodologías. Autores como Prather & Bertin<sup>26</sup>; Potvin, Soriano, & Vallée<sup>27</sup>; Wu, Huang, & Chiu<sup>28</sup>, encontraron posibilidades de batir el mercado mediante análisis técnico, para diferentes periodos comprendidos desde el año 1933 hasta el 2010, mientras que Marshall, Young, & Rose<sup>29</sup>, comprobaron eficiencia en el mercado haciendo uso de normas técnicas como media móvil, Trading Range Break-Out y análisis velas, para diversos periodos entre el año 1962 y 2003. Otros trabajos que se concentraron en el análisis de la estructura de las series financieras mediante el estudio de la memoria de largo plazo (Coeficiente de Hurst, Dimensión de Correlación, Detrended Fluctuation Analysis y Allan) y la aleatoriedad (Rachas, BDS) están divididos en cuanto a la eficiencia del mercado dado que Mulligan & Lombardo<sup>30</sup> y Alvarez & Escarela<sup>31</sup> identificaron estructuras en los datos que podrían indicar predictibilidad durante los años 1928 al 2002, mientras que otros autores como Couillard & Davison<sup>32</sup> no rechazaron la hipótesis de aleatoriedad.

Worthington y Higgs<sup>33</sup> rechazaron la hipótesis de “no correlación serial” para Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela al 1% y para Argentina al 5%. Es decir,

---

<sup>26</sup> PRATHER, Laurie y BERTIN, William. J. The implication of discount rate changes for market timing. *Review of Financial Economics*, 1998. Vol 7, no.1, p. 21-33.

<sup>27</sup> POTVIN, J.-Y., SORIANO, P., & VALLÉE, M. Generating trading rules on the stock markets with genetic programming. *Computers & Operations Research*, 2004. Vol. 31, no. 7, p. 1033-1047.

<sup>28</sup> WU, P.-S., HUANG, C.-M., y CHIU, C.-L. Effects of structural changes on the risk characteristics of REIT returns. *International Review of Economics & Finance*, 2011. Vol. 20, no. 4, p. 645-653.

<sup>29</sup> MARSHALL, B., YOUNG, M. y ROSE, L. Candlestick technical trading strategies: Can they create value for investors? *Journal of Banking & Finance*, 2006. Vol. 30, no. 8, p. 2303-2323.

<sup>30</sup> MULLIGAN, Robert y LOMBARDO, Gary. Maritime businesses: volatile stock prices and market valuation inefficiencies. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 2004. Vol. 44, no. 2, p. 321-336.

<sup>31</sup> ALVAREZ, José y ESCARELA, Rafael. Time-dependent correlations in electricity markets. *Energy Economics*, 2010. Vol. 32, no. 2, p. 269-277.

<sup>32</sup> COUILLARD, Michel y DAVISON, Matt. A comment on measuring the Hurst exponent of financial time series. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, 2005. Vol. 348, p. 404-418.

<sup>33</sup> WORTHINGTON, Andrew y HIGGS, Helen. Tests of Random Walks and Market Efficiency in Latin American Stock Markets: An Empirical Note. *School of Economics and Finance, Queensland University of Technology*, 2003-1.

los retornos no siguen un paseo aleatorio. Argumentaron que esto es muestra de ineficiencia en el sentido débil, ya que la correlación da pie a la predictibilidad de los retornos. Al comparar entre países emergentes y desarrollados, Worthington y Higgs<sup>34</sup> obtuvieron lo siguiente: Alemania, Holanda, Irlanda, Portugal y el Reino Unido son eficientes en sentido débil (para al menos uno de los dos tipos de test que utilizan: test de rachas y coeficiente de correlación serial paramétrico). Además, encontraron que países como Bélgica, España, Suiza, Finlandia, Italia, Suecia, entre otros, no son eficientes en sentido débil. Luego, si bien concluyeron que entre los países eficientes en sentido débil se encuentran algunos de los mercados más grandes y profundos de Europa, no es obvio porque países como Portugal e Irlanda si son eficientes, mientras que países como España, Suiza y Suecia no lo son. El hecho de que los retornos se alejen más de un paseo aleatorio en mercados emergentes que en mercados desarrollados debe ser tomado como una advertencia acerca de cuáles son las diferencias con los mercados desarrollados que provocan un comportamiento distinto de los retornos.

Duarte y Mascareñas<sup>35</sup> realizaron una revisión de los estudios que en las últimas décadas han comprobado la eficiencia de los mercados de valores en el mundo, encontrando que los países con mayor porcentaje de aceptación de eficiencia del mercado en orden descendente son: Francia, Japón, Alemania, Reino Unido, Corea del Sur, Taiwán (China), y por último Norteamérica. Además, destacan que los países desarrollados ocupan los primeros lugares en las investigaciones que no rechazan la hipótesis del mercado eficiente, lo cual es de esperarse teniendo en cuenta que en estos mercados la información fluye de forma más rápida, a menor coste y además cuentan con un mayor número de participantes que mejoran su

---

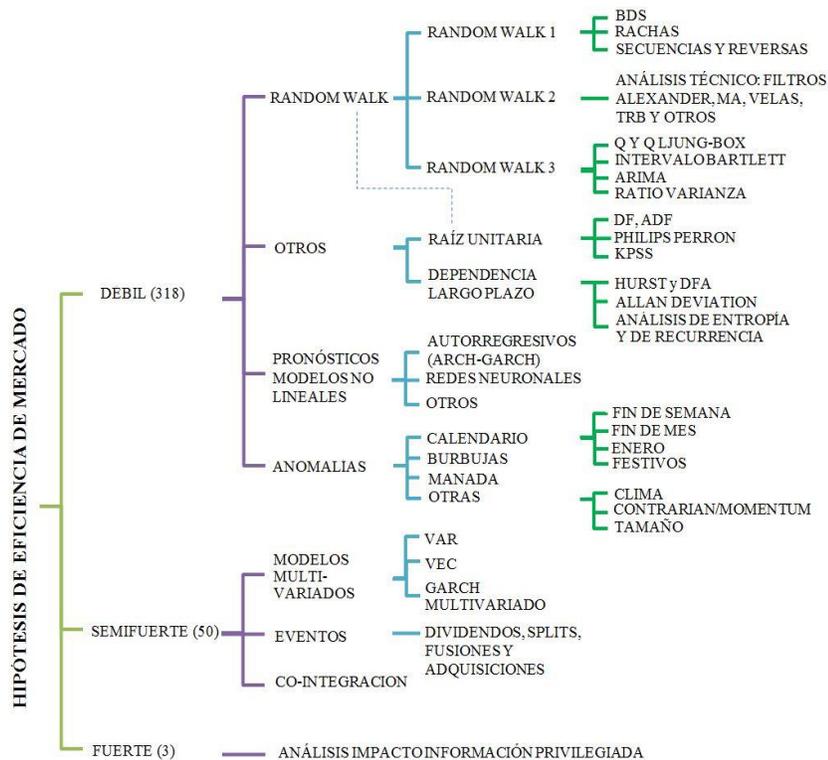
<sup>34</sup> WORTHINGTON, Andrew y HIGGS, Helen. Weak-form Market Efficiency in European Emerging and Developed Stock Markets. School of Economics and Finance, Queensland University of Technology, 2003-2. 14 p.

<sup>35</sup> DUARTE DUARTE, Juan B. y MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, Juan. La eficiencia de los mercados de valores: una revisión. The efficiency of stock markets: a review. Análisis Financiero, 2013. Vol. 122, p. 21-35.

liquidez. En contraste verificaron que los mercados emergentes o menos desarrollados son relativamente menos eficientes, lo que se debe a que en general son menos profundos y completos, los costos de transacción son mayores, la liquidez es relativamente baja, los costos de acceder a la información son mayores y existen mayores preocupaciones acerca de insider trading, corrupción y restricciones institucionales para invertir.

En su estudio, Duarte y Mascareñas también caracterizaron las pruebas o metodologías más usadas para verificar la eficiencia débil, semifuerte y fuerte de los mercados bursátiles a nivel mundial, dando lugar a la Figura 1 en la cual se clasificaron 371 pruebas empíricas aplicadas en 179 trabajos de investigación publicados desde 1997, las cuales, al ser clasificadas según su frecuencia, generaron los porcentajes que aparecen al frente de cada test.

Figura 1 Caracterización pruebas eficiencia



Fuente: Duarte y Mascareñas (2013). VAR: Vectores Autorregresivos, VEC: Vector de Corrección de Errores, MA: Media Móvil, TRB: Trading Range Break-out, DF: Dickey-Fuller, ADF: Dickey-Fuller Aumentado, KPSS: Prueba Kwiatkowski, Phillips, Smichdt y Shin.

En la Figura 1 se observa que las pruebas de recorrido aleatorio son las más empleadas para verificar la eficiencia débil del mercado con un 59,1% de participación, destacándose las pruebas de Test Q, BDS y Rachas como las más testeadas. Por otro lado, se encuentran cincuenta pruebas que contrastan la hipótesis semifuerte y tres de la hipótesis fuerte de eficiencia del mercado; lo cual quiere decir que la forma débil es la mayormente verificada (85,71%), ratificando lo planteado por Grossman & Stiglitz<sup>36</sup>.

## 1.2 REGULACIÓN BURSÁTIL

La regulación de los mercados bursátiles surge por la necesidad de garantizar que haya una información correcta y oportuna para los inversores y prevenir el fraude a fin de proteger a los inversores, así como a las empresas. El mercado de valores no siempre fue regulado y la crisis bursátil de 1929 es una prueba de la necesidad de regulación. A raíz del Crack de 1929 o Jueves Negro, ocurrido en Nueva York, surgieron las primeras comisiones nacionales de valores en algunos países. La razón de ser de estas es el resguardo de los intereses de los inversionistas y de los accionistas de las empresas, especialmente los minoritarios. Estas se han ido perfeccionando a lo largo de los años. La Comisión de Valores de EE.UU. (SEC) fue creada en 1934 después de la caída del mercado de valores de 1929 para proveer una mayor supervisión federal del mercado de valores.<sup>37</sup>

Las comisiones de valores autorizan la oferta pública de valores emitidos por empresas constituidas en el propio país o en otros países. Aprueban la publicidad y prospectos de emisiones de oferta pública, autorizan, regulan y vigilan el funcionamiento de bolsas de valores, corredores públicos de valores, asesores de inversión, sociedades de corretaje (entre las cuales se cuentan las casas de bolsa,

---

<sup>36</sup> GROSSMAN, Óp. cit.

<sup>37</sup> U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. (20 de Mayo de 2014). Obtenido de The Investor's Advocate: How the SEC Protects Investors, Maintains Market Integrity, and Facilitates Capital Formation: <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml#.U4Py4PI5PT9>

denominadas en algunos países como agencias o comisionistas), empresas emisoras, bolsas de insumos y productos agropecuarios, contadores y auditores de empresas que operan en el mercado de capitales. Además, llevan los registros nacionales de valores y atienden al público inversionista.<sup>38</sup>

Existe un organismo internacional que agrupa a las comisiones y superintendencias nacionales de valores: OICV (Organización Internacional de Comisiones de Valores). Esta entidad multilateral busca la cooperación entre sus miembros con el objeto de alcanzar el más amplio consenso internacional en cuanto a la regulación de los mercados de valores y marcar los estándares para los mercados de valores. Fundada originalmente en 1974 como la "Conferencia Interamericana de Comisiones de Valores", el nombre se cambió al actual en 1983, porque entraron por primera vez miembros no procedentes de Norteamérica ni Suramérica. Regulan más del 90 por ciento de los mercados de valores del mundo. En la actualidad, la OICV cuenta con 182 miembros.<sup>39</sup>

En la Tabla 1 se presentan algunas de las principales autoridades reguladoras o comisiones de valores y superintendencias nacionales que hacen parte de la Organización Internacional de Comisiones de Valores.

OICV adoptó en 1998 un amplio conjunto de objetivos y principios de regulación de valores, que actualmente son reconocidos como los puntos de referencia internacionales de reglamentación para todos los mercados accionarios. La organización creó en el 2003 una metodología que permite una valoración objetiva del nivel de implementación de los principios OICV en las jurisdicciones de los

---

<sup>38</sup> WIKIPEDIA. (9 de Mayo de 2014). Obtenido de [http://es.wikipedia.org/wiki/Comisi%C3%B3n\\_Nacional\\_de\\_Valores](http://es.wikipedia.org/wiki/Comisi%C3%B3n_Nacional_de_Valores)

<sup>39</sup> THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. (9 de Mayo de 2014). OICV-IOSCO. Obtenido de <http://www.iosco.org/about/index.cfm?section=history>

países miembros y el desarrollo de planes de acción prácticos para corregir deficiencias identificadas.<sup>40</sup>

Tabla 1. Autoridades reguladoras a nivel mundial

País	Autoridad reguladora	Sigla
Estados Unidos	Securities and Exchange Commission (Comisión de valores y bolsa)	SEC
	Commodity Futures Trading Commission	CFTC
Reino Unido	Financial Conduct Authority	FCA
Francia	Autorité des marchés financiers (Autoridad de los mercados financieros)	AMF
Australia	Australian Securities and Investments Commission	ASIC
España	Comisión Nacional del Mercado de Valores	CNMV
Japón	Financial Services Agency	FSA
China	China Securities Regulatory Commission	CSRC
India	Securities and Exchange Board of India	SEBI
Suráfrica	Financial Services Board	FSB
Brasil	Comissão de Valores Mobiliários (Comisión de valores mobiliarios)	CVM
México	Comisión Nacional Bancaria y de Valores	CNBV
Chile	Superintendencia de Valores y Seguros	SVS
Colombia	Superintendencia Financiera de Colombia	SFC
Argentina	Comisión Nacional de Valores	CNV
Perú	Superintendencia del Mercado de Valores	SMV

Los tres principales objetivos de la regulación de los mercados de valores según la OICV<sup>41</sup> son:

- La protección de los inversores;
- Garantizar que los mercados sean justos, eficientes y transparentes;
- La reducción del riesgo sistemático.

**2.2.1. Regulación del uso de información privilegiada.** El Diccionario de la Real Academia Española, se define información privilegiada como “aquella a la que se ha tenido acceso reservadamente, con ocasión del desempeño de un cargo o del

<sup>40</sup> THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. (9 de Mayo de 2014). OICV-IOSCO. Obtenido de <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>

<sup>41</sup> THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. (30 de noviembre de 2017). OICV-IOSCO. Obtenido de <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82-Spanish.pdf>

ejercicio de una actividad empresarial o profesional, y que, por su relevancia para la cotización de los valores, es susceptible de ser utilizada en provecho propio o ajeno”<sup>42</sup>. Así mismo, doctrinalmente se define como “aquella información que presentando caracteres de relevancia y concreción, no ha sido aún divulgada al mercado, de manera que su conocimiento pertenece a un reducido número de individuos, que al acceder a ella, sea por sus funciones o relaciones dentro del mercado de valores, se sitúan en un nivel privilegiado al conocer hechos o antecedentes de importancia por su impacto en el evento que sean divulgados”<sup>43</sup>, o también como “toda información sobre la empresa o el mercado de sus títulos, de naturaleza tal que influya en el valor, que sea precisa por su contenido, cierta en cuanto a su realización y todavía desconocida para el público”<sup>44</sup>.

La información es fundamental para el funcionamiento de los mercados de valores, ya que es la herramienta principal de los inversionistas para la toma de decisiones. Teniendo en cuenta lo anterior, la OICV<sup>45</sup> indica en su primer objetivo, que los inversionistas deben estar protegidos contra prácticas engañosas, de manipulación o fraudulentas, incluyendo el uso de información privilegiada, abuso conocido también como “insider trading”. El insider trading se define como la “práctica de tratar, comprar y vender títulos valores por alguien que posee información confidencial o no pública sobre éstos, y que al hacerse pública determinará un alza o baja en los precios de los títulos valores tratados, de manera tal que el poseedor de dicha información, al vender y/o comprar, ha evadido una pérdida o bien ha

---

<sup>42</sup> DICCIONARIO DE LA REAL ACADEMIA ESPAÑOLA, s.v. “*información privilegiada*”. Sitio Web Real Academia Española. [En línea]. Disponible en: <<http://lema.rae.es/drae/?val=informaci%C3%B3n>> Consultado el 16 de septiembre de 2014, 8:37.

<sup>43</sup> NUÑEZ PLAZA, Luisa Fernanda. La información privilegiada en el Mercado de Valores. Memoria de Prueba, U. Adolfo Ibáñez. Valparaíso, 1998. Pág. 9.

<sup>44</sup> GÓMEZ INIESTA, Diego José. La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores. McGraw-Hill, Madrid, 1997, Pág. 119.

<sup>45</sup> THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. (30 de noviembre de 2017). OICV-IOSCO. Obtenido de <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82-Spanish.pdf>

obtenido un beneficio personal, no necesariamente económico, mediante la utilización de información no pública”<sup>46</sup>.

Teniendo en cuenta que el insider trading distorsiona el sistema de conocimiento de los precios, los modifica y pone a los inversionistas en una desventaja injusta, es importante garantizar su protección mediante la difusión de información relevante y suficiente para la toma de decisiones, de tal manera que éstos puedan evaluar los riesgos y beneficios de sus inversiones y así, proteger sus propios intereses. La OICV establece que la regulación de la negociación en los mercados secundarios debe prohibir éstas conductas fraudulentas, aplicando sanciones adecuadas, proporcionadas y con fuerza disuasoria, y que para la difusión de la información deben existir normas de contabilidad y auditoría de calidad elevada e internacionalmente aceptable<sup>47</sup>.

A pesar de la importancia de la prohibición del uso de información privilegiada en los mercados de valores, no siempre ha sido regulada, y al igual que la mayoría de normas reglamentarias, surgió a raíz de la crisis de 1929. Como respuesta a ésta crisis y para prevenir la reincidencia de las conductas que la generaron, en Estados Unidos se expidieron dos leyes sobre valores, la “Securities Act” de 1933 y la “Securities Exchange Act” de 1934, en donde en 1942 fue incorporado un cuerpo normativo que prevenía y castigaba el insider trading, siendo el primer país que implementó ésta regulación<sup>48</sup>.

---

<sup>46</sup> FERNANDEZ ATELA, Gonzalo. “Insider Trading: evolución, doctrina y regulación en los EE.UU. de América”. Revista de Derecho Bancario y Bursátil, No. 31, 1988. Pág. 563.

<sup>47</sup> The International Organization of Securities Commissions. (30 de noviembre de 2017). OICV-IOSCO. Obtenido de <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD155-Spanish.pdf>

<sup>48</sup>TORRADO ANGARITA, Jorge. El uso indebido de información privilegiada en el mercado de valores colombiano a la luz de la experiencia estadounidense. Revista de Derecho Privado [en línea] 2008, (Mayo-Sin mes): [Fecha de consulta: 16 de junio de 2017] Disponible en: <<http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=360033187004>> ISSN

El marco legal para el desarrollo de la ley del insider trading en Estados Unidos, se encuentra específicamente en la sección 16 y 10(b) de la Security Exchange Act, y en la regla 10b-5 de la SEC, conocida como la regla antifraude (antifraud provision). En la sección 16 se definen tres figuras de insiders (los administradores, empleados y accionistas con una participación superior al del 10% del capital), estableciendo que cualquier beneficio obtenido por un insider en el término de 6 meses en una operación, podría ser recobrada por el emisor. Por otro lado, la sección 10b determina como ilegal para toda persona que, de forma directa o indirecta, utilice mecanismos engañosos o de manipulación en la adquisición o venta de títulos o incumplir las normas y disposiciones de la SEC. Y de forma complementaria, la regla 10b-5 de la SEC, prohíbe cualquier acto u omisión de fraude o engaño en relación con la compra o venta de valores, incluyendo el insider trading<sup>49</sup>.

Años después, en Estados Unidos se instauraron las siguientes normas complementarias: la “Insider trading Sanctions Act” de 1984 (ITSA), la “Insider trading and Securities Fraud Enforcement Act” de 1988 (ITSFEA) y la “Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act” de 1990. Y recientemente y con mayor trascendencia, se estableció la “Sarbanes-Oxley Act” de 2002, conocida como la SOX. Esta ley obliga a los insiders a reportar sus operaciones a la SEC dentro de los siguientes dos días hábiles<sup>50</sup>.

En el contexto europeo, en 1989 se expidió la Directiva 592, la cual fue actualizada mediante la Directiva 2003/6/CE, titulada “Sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado)”. El principal objetivo de esta Directiva es garantizar la integridad de los mercados financieros y aumentar la confianza de los inversionistas en dichos mercados. Para tal fin

---

<sup>49</sup>GARCIA HERRERA, Ángela María; RENGIFO MESA, Mayra Alejandra. Gobierno Corporativo e Insider Trading. 2016. Proyecto de grado de Economía y Negocios Internacionales. Universidad ICESI.

<sup>50</sup> Ibid.

implementó una estructura que previene, detecta, investiga y sanciona tanto el insider trading como la manipulación del mercado<sup>51</sup>.

En los países latinoamericanos, no está permitido el uso de información privilegiada para operar en el mercado de valores, además a través de los años se han desarrollado y perfeccionado marcos legales que regulan éste tipo de abuso del mercado, dando origen a diferentes leyes, organismos especializados, plataformas de información, entre otros mecanismos que permiten garantizar la protección de los inversionistas. Teniendo en cuenta que es un objetivo de ésta investigación estudiar la evolución de la regulación y caracterizar los marcos legales de los principales mercados latinoamericanos, se presentará con mayor detalle en la sección de resultados.

En general se puede identificar que existe aceptación a nivel mundial, por parte de los gobiernos de los diferentes países, en considerar al insider trading como una amenaza para la integridad de sus mercados de valores, por lo cual se evidencia la existencia de legislaciones en contra del uso de información privilegiada. Gran parte de estos gobiernos han sido influenciados por países como Estados Unidos e instituciones mundiales cómo la OICV. Una investigación desarrollada por Bhattacharya y Daouk<sup>52</sup>, muestra que antes de 1990 sólo 34 países tenían leyes de información privilegiada, mientras que en 1998 estas leyes estaban presentes en 87 de los 103 países con mercados de capitales para el año 1998.

### **1.3 EFECTO DE LA REGULACIÓN BURSÁTIL SOBRE LA EFICIENCIA DE LOS MERCADOS**

En los últimos 30 años se han estudiado anomalías y efectos que generan ruido, imperfecciones del mercado, deficiencias u otras fallas, lo que ha dado origen a nuevas investigaciones basadas en que los mercados financieros y la economía en

---

<sup>51</sup> Ibid.

<sup>52</sup> BHATTACHARYA, U. Y DAOUK. H. (2002): "The world price of insider trading". Journal of Finance, vol. 57, págs. 75-108.

general se pueden hacer más eficientes mediante la imposición de ciertas regulaciones gubernamentales. La investigación sobre la efectividad de la regulación financiera se ha enfocado en dos aspectos: estudios teóricos y de análisis empírico.

En los estudios teóricos desarrollados acerca de la efectividad de la regulación financiera, es posible diferenciar cuatro hipótesis principales que se formaron en el proceso de desarrollo financiero: la Teoría de Interés Público, la Teoría de Costos de Regulación, la Hipótesis de Inestabilidad Financiera y la Hipótesis de Fallas Regulatorias. La Teoría de Interés Público propuesta por Stigler<sup>53</sup> es compatible con los efectos positivos de la regulación y resalta que tiene un efecto corrector sobre las fallas del mercado. La Teoría de Costos de Regulación propuesta también por Stigler es neutral y juzga la razonabilidad y la efectividad de la regulación financiera, teniendo en cuenta la relación costo-beneficio. La Hipótesis de Inestabilidad Financiera fue propuesta por Minsky<sup>54</sup>, para apoyar la efectividad de la regulación financiera. Por otro lado, la Hipótesis de Fallas Regulatorias plantea objeciones sobre la efectividad de la regulación financiera, Shleifer y Vishny<sup>55</sup> señalaron que los políticos y funcionarios regulan de acuerdo a sus propios intereses y no teniendo en cuenta los intereses públicos.

Los estudios empíricos sobre la efectividad de la regulación financiera se han desarrollado desde varias perspectivas, mediante el uso de diferentes métodos. Peters<sup>56</sup> propuso la hipótesis del mercado fractal y a través del análisis R/S obtuvo

---

<sup>53</sup> STIGLER, George J. The Theory of Economic Regulation. The Bell Journal of Economics and Management Science, 1971. Vol. 2, no. 1, p. 3-21.

<sup>54</sup> MINSKY, Hyman P. The Financial Instability Hypothesis Capitalist Processes and The Behavior of The Economy. Charles P, Kindle Berger Financial Crises, Theory, History and Policy. Cambridge: Cambridge University Press, 1982. p. 13-38.

<sup>55</sup> SHLEIFER, A., & VISHNY, R. (Mayo de 1993). Corruption. The National Bureau of Economic Research. Paper No. 4372. Cambridge, 22. Obtenido de Corruption: <http://www.nber.org/papers/w4372.pdf>

<sup>56</sup> PETERS, Edgard E. Fractal Market Analysis: Applying Chaos Theory to Investment and Economics, 1994. ISBN: 978-0-471-58524-4. 336 p.

un coeficiente de Hurst de 0.39, en el mercado estadounidense, por lo que el papel de la regulación financiera debía ser reforzado. Desde el punto de vista de la eficiencia de los mercados, Hudson, Dempsey & Keasey<sup>57</sup> realizaron un estudio en el Reino Unido en el periodo de 1935 a 1994 y comprobaron que la regulación financiera estabiliza y promueve los mercados financieros, en cierta medida. Usando la hipótesis del mercado eficiente, Wu<sup>58</sup> demostró que la regulación financiera es eficaz con una mayor eficiencia en el mercado a través del análisis empírico de la bolsa china. Desde la perspectiva de costo-beneficio regulatorio, Herring y Santomero<sup>59</sup> discuten el mejor modelo de regulación financiera y la eficiencia óptima de la regulación en Suecia. Además, desde la perspectiva de la eficiencia de las instituciones micro financieras y el sistema financiero macro, Ross Levine<sup>60</sup> y Chiang y Yeh<sup>61</sup> proporcionaron diversos medios para investigar sobre la eficacia de la regulación financiera.

Se han encontrado estudios recientes que evalúan el efecto de la regulación bajo el enfoque de la hipótesis de mercado eficiente en países desarrollados y emergentes. Fifield & Jetty<sup>62</sup> y Hung<sup>63</sup> examinaron la eficiencia de las acciones A y B en China después de la desregulación del mercado de acciones B, mediante pruebas de coeficiente de varianza, concluyendo que la eficiencia del mercado se explica por el

---

<sup>57</sup> HUDSON, R., DEMPSEY, M., & KEASEY, K. A note on the weak form efficiency of capital markets: The application of simple technical trading rules to UK stock prices - 1935 to 1994. *Journal of Banking & Finance*, Elsevier, 1996. Vol. 20, no. 6, p.1121-1132.

<sup>58</sup> WU, Shinong. Efficiency Analysis of China Stock Market. *Economic Research*, 1996. Vol. 4, p. 13-19.

<sup>59</sup> HERRING, Richard J. y SANTOMERO, Anthony M. What is Optimal Financial Regulation?. The Wharton Financial Institutions Center, 1999. 55 p.

<sup>60</sup> LEVINE, Ross. Finance and Growth: Theory and Evidence. National Bureau of Economic Research NBER, 2004. Working Paper No. 10766, 118 p.

<sup>61</sup> CHIANG, S.-M. y YEH, C.-P. Permanent and Transitory Components in the Chinese Stock Market: The ARJI-Trend Model. *Emerging markets finance & trade : a journal of the Society for the Study of Emerging Markets - Armonk, NY : ME Sharpe, Inc, ISSN 1540-496X, ZDB-ID 20894727*, 2009. Vol. 45. p. 35-55.

<sup>62</sup> FIFIELD, S. G. y JETTY, J. Further evidence on the efficiency of the Chinese stock markets: A note. *Research in International Business and Finance*, 2008. Vol 22, no. 3, p. 351-361.

<sup>63</sup> HUNG, J.-C. Deregulation and liberalization of the Chinese stock market and the improvement of market efficiency. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 2009. Vol. 49, no. 3, p. 843-857.

aumento de la liquidez y la madurez que acompaña a la desregulación y la liberalización. Por otro lado, del Brio, de Miguel y Tobar<sup>64</sup> llevaron a cabo el primer estudio comparado sobre la rentabilidad obtenida por los directivos en sus operaciones con acciones propias en España y el Reino Unido, mercados con marcos legales diferentes. Analizaron si las diferencias en el grado de regulación y coerción del «abuso de mercado» producen diferencias en el grado de eficiencia del mercado, encontrando que las mayores restricciones establecidas en el Reino Unido contribuyen positivamente sobre la transparencia del mercado y la correcta formación de precios al favorecer la forma semi-fuerte de eficiencia. También An, Gu y Zhong<sup>65</sup> comprobaron la hipótesis de mercado eficiente, mediante el análisis R/S y el coeficiente de Hurst en dos subperiodos con diferencias en regulación, para medir su eficacia en EE.UU. y encontraron que el fortalecimiento de la supervisión financiera desempeña un papel fundamental en la promoción de la eficiencia de los mercados de valores.

En Latinoamérica se han desarrollado algunos estudios teóricos acerca del efecto de la regulación financiera en los mercados de valores. Se destaca el estudio desarrollado por la Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF)<sup>66</sup>, en el cual se presenta un análisis de los decretos reglamentarios referidos a la Ley 964 de 2005, la cual vino a modernizar el marco regulatorio del mercado de valores en Colombia, mediante un análisis histórico, una descripción de los respectivos decretos, su justificación y sus efectos en el periodo 2005-2008. Correia, Jiménez y

---

<sup>64</sup> DEL BRÍO, E., DE MIGUEL, A. & TOBAR, J. Efectos de la regulación bursátil sobre la eficiencia de los mercados de valores. Comparación entre España y Reino Unido. Revista Española de Financiación y Contabilidad, 2010. Vol. XXXIX, no. 146, p. 321-342.

<sup>65</sup> AN, H., GU, Y. y ZHONG, H. The study of effectiveness of U.S. financial regulation based on the financial market efficiency. Artificial Intelligence, Management Science and Electronic Commerce (AIMSEC), 2nd International Conference on, 2011. ISBN 978-1-4577-0535-9, p. 843 - 846.

<sup>66</sup> ROJAS, Carlos y GONZALEZ, Alejandro. Mercado de Capitales en Colombia: Diagnostico y Perspectivas de su Marco Regulatorio. Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF), 2008. 29p.

Manuelito<sup>67</sup> realizaron un estudio en América Latina y el Caribe, en el cual analizaron la crisis financiera desencadenada a mediados de 2008 en los Estados Unidos, proponiendo algunas lecciones sobre el papel de la regulación y supervisión financiera. En Chile, Harding<sup>68</sup> llevó a cabo una revisión analítica de los principios sobre los que se sustenta la regulación financiera hasta la crisis de 2008 y en especial revisó la hipótesis de los mercados eficientes, explicó por qué muchos de estos principios son errados para comprender el comportamiento de los mercados financieros, y propuso que la teoría debe incorporar nuevos elementos de la realidad y del comportamiento humano para poder lograr una mejor comprensión de los mercados, presentando una filosofía regulatoria que tiene como puntos centrales la adopción de un enfoque sistémico y el reconocimiento de procesos complejos de toma de decisiones al interior de las firmas.

De la anterior revisión es posible resaltar que se han obtenido diferentes resultados acerca de la efectividad de la regulación en los mercados financieros, sin embargo generalmente se ha observado un efecto positivo de la regulación en los mercados desarrollados, el cual se ve reflejado en su eficiencia. También se destaca la escasa evidencia de estudios desarrollados en los mercados emergentes y en particular no se han encontrado investigaciones dirigidas a evaluar empíricamente el efecto de la regulación en la eficiencia de los mercados latinoamericanos, que es objeto de estudio de la presente investigación.

**2.3.1. Efectos de la regulación en el uso de información privilegiada.** En los últimos años se ha evidenciado literatura relativa al efecto del uso de información privilegiada en los mercados de valores, sin embargo, la mayoría de estudios se han enfocado en analizar mercados desarrollados y profundos. Por un lado, algunas

---

<sup>67</sup> CORREIA, Felipa, JIMÉNEZ, Luis y MANUELITO, Sandra. Regulación y supervisión financiera: lecciones de la crisis para América Latina y el Caribe. Revista CEPAL, 2009. No. 99, p. 7-23.

<sup>68</sup> HARDING, Martín. Eficiencia de mercado y regulación financiera: el nuevo paradigma y una aplicación al caso chileno. Escuela de Economía y Administración. Universidad de Chile, 2011. 91p.

investigaciones, como la de Leland<sup>69</sup>, indican que permitir el uso de información privilegiada genera un impacto positivo en la eficiencia de los mercados, ya que las operaciones de los insiders son una señal para los demás inversionistas, quienes ajustan sus expectativas de precios dada la nueva información disponible proporcionada por los primeros. Durnev y Nain<sup>70</sup> concluyen que es beneficioso operar con información privilegiada y que las leyes que prohíben las operaciones de personas relacionadas con acciones de la empresa incrementan la asimetría de la información, generando más opacidad.

Por otro lado, otras investigaciones han afirmado que las operaciones de los insiders pueden generar un efecto negativo, reduciendo la eficiencia de los precios del mercado de valores. Un ejemplo de esto es el estudio desarrollado por Fishman y Hagerty<sup>71</sup>, quienes argumentan que este tipo de operaciones desalientan las transacciones de otros inversionistas y sesgan la distribución de información. Además, los insiders obtienen beneficios extraordinarios, cuando sus operaciones de compra de acciones se relacionan con buenas noticias.

A pesar de estas diferencias, la posición más aceptada ha sido la de considerar esta conducta como perjudicial, ya que genera desventaja a los inversionistas minoritarios y a todos aquellos que no cuenten con la información privilegiada. Esto genera desconfianza en el mercado, afectando su eficiencia, incrementando el costo de capital, reduciendo la liquidez e incrementando la compra y venta de acciones<sup>72</sup>. Es por esto por lo que un número significativo de países han impuesto

---

<sup>69</sup> LELAND, Hayne E. 1992. "Insider Trading: Should It Be Prohibited?". *Journal of Political Economy* 100(4): 859-887.

<sup>70</sup> DURNEV, Art A. y AMRITA S. Nain. 2004. "The Unanticipated Effects of Insider Trading Regulation", William Davidson Institute Working Paper No. 695.

<sup>71</sup> FISHMAN, Michael J. y KATHLEEN M. Hagerty. 1992. "Insider Trading and the Efficiency of Stock Prices", *The RAND Journal of Economics* 23(1): 106-122.

<sup>72</sup> VALLES, Yearim. Los cambios en la ley del Mercado de valores, el valor informativo de los anuncios y el uso de información privilegiada. *Estudios Económicos CNBV*, Vol. 1, 2012, pp. 35-74.

restricciones de información privilegiada en los últimos años, como lo indica el estudio realizado por Bhattacharya y Daouk<sup>73</sup>.

Teniendo en cuenta lo anterior, se ha incrementado el número de estudios orientados a evaluar la efectividad de la regulación del insider trading en los países que presentan asimetrías de información. Modelos explicados en algunas investigaciones, cómo la de Meulbroek, Cornel y Sirri, y Chakravarty y McConnell, indican que el uso de información privilegiada se asocia con movimientos en el precio de las acciones, cuando se presentan noticias corporativas importantes. Se espera que las transacciones de los insiders generen movimientos inusuales de los precios antes del anuncio, ocasionando que la respuesta del mercado al conocerse la noticia sea menor a la esperada. Cuando hay fuga de información o la información privilegiada es conocida por muchos inversionistas que buscan obtener ventaja por medio de transacciones anticipadas al anuncio y además esto sucede para un número considerable de anuncios de varias empresas, se obtiene un efecto visible en el mercado y se dice que este es poco limpio<sup>74</sup>.

Si bien se han hecho algunas investigaciones para explorar los efectos de la regulación sobre el control de las operaciones con información privilegiada y el daño que causa a la eficiencia, la literatura está lejos de ser completa, especialmente para los mercados emergentes. Los resultados de los estudios empíricos se encuentran divididos y aunque se reconoce que es indispensable establecer un marco regulatorio que prohíba el uso de información privilegiada, también se encuentra que éste no es suficiente para eliminar esta conducta y garantizar un mercado libre de abusos relacionados con el insider trading. En esta sección, se presentan los resultados de algunas investigaciones realizadas.

---

<sup>73</sup> BHATTACHARYA Y DAOUK. Óp. Cit.

<sup>74</sup> VALLES. Óp. Cit

Bhatthacharya y Daouk<sup>75</sup> en el 2002, presentan su estudio realizado a un grupo de países en donde fueron aprobadas leyes sobre información privilegiada, encontrando que el costo de capital no cambia en el momento de dar a conocer la ley, sino cuando se generan sanciones por incumplimiento de esta. Su principal conclusión es que el marco judicial que acompaña la regulación tiene un rol fundamental en el comportamiento de los inversionistas.

En el 2005, Bris<sup>76</sup> evalúa los efectos de la regulación de la información privilegiada en 56 mercados, encontrando que la existencia de un marco regulatorio hizo más rentable esta conducta, al incrementar la actividad del mercado ante la presencia de eventos de adquisiciones. En su investigación recomienda que un buen marco regulatorio debe ir acompañado de otros mecanismos complementarios que permitan la correcta difusión de la información, supervisión e incremento de sanciones.

En otro estudio realizado en el 2007, Beny<sup>77</sup> concluye que sí se presentan beneficios que se asocian a las leyes de información privilegiada, ya que con una muestra considerable de países encontró que aquellos que tienen leyes más rígidas, tienen mercados con mayor liquidez, dispersión de la tenencia y más exactitud en los precios de las acciones. En éste mismo año, Monteiro et al.<sup>78</sup> estudiaron la eficiencia fuerte del mercado antes y después de la introducción de la “Financial Services and Markets Act” en el 2001, encontrando un mercado más limpio al evaluar rentabilidades, pero movimientos inusuales antes del anuncio de adquisiciones al

---

<sup>75</sup> BHATTACHARYA, Utpal y HAZEM Daouk. 2002. “The world price of insider trading”. *Journal of Finance* 57(1): 75-108.

<sup>76</sup> BRIS, Arturo. 2005. “Do insider trading laws work?”. *European Financial Management* 11 (3): 267-312.

<sup>77</sup> BENY, Laura N. 2007. “Insider trading laws and stock markets around the world: An empirical contribution to the theoretical law and economics debate”. *Journal of Corporation Law* 32 (2): 237-300.

<sup>78</sup> MONTEIRO, Nuno; ZAMAN, Qamar y LEITTERSTORF Susanne. 2007. “Updated measurement of market cleanliness”. *FSA Occasional Paper* 25.

medir volúmenes, por lo tanto, sus resultados no fueron contundentes. En ésta época Gilbert et al.<sup>79</sup> también evaluaron el efecto de la implementación de una nueva figura regulatoria en Nueva Zelanda en el 2002, encontrando resultados muy favorables en el mercado, como la reducción en el costo de capital.

En el 2010, Prevoo y ter Weel<sup>80</sup> realizaron una investigación en Holanda, en donde evaluaron el efecto de una nueva norma establecida para reducir el uso indebido de información privilegiada. Aunque no fue posible obtener resultados significativos en el comportamiento del mercado antes y después de la implementación de la regulación, si se presentó una disminución en los retornos anormales acumulados previos a la fecha del anuncio en las empresas más pequeñas.

En el mercado latinoamericano, en el 2012 se encuentra un estudio realizado por Valles<sup>81</sup> en México, quien evaluó si los cambios regulatorios de 2001 y 2006, relacionados con el uso indebido de información privilegiada, tuvieron un efecto en la reacción del mercado ante los anuncios corporativos que dieron a conocer las emisoras. Mediante la metodología estudio de eventos, comparó la reacción promedio pre-anuncio y del anuncio de eventos que ocurrieron antes del cambio regulatorio con eventos que ocurrieron después de este. Su principal hallazgo es que los cambios a la ley publicados en 2001 si tuvieron un impacto favorable, disminuyendo los movimientos atípicos que se presentaban previo al anuncio de eventos relevantes, lo que podría interpretarse como la existencia de un mercado más limpio.

---

<sup>79</sup> GILBERT, Aaron; TOURANI-RAD, Alireza y WISNIEWSKI, Tomasz P. 2007. "Insiders and the Law: The Impact of Regulatory Change on Insider Trading". *Management International Review* 47(5): 745-766

<sup>80</sup> PREVOO, Tyas y WEEL, Bas ter. 2010. "The effects of a change in market abuse regulation on stock prices and volumes: Evidence from the Amsterdam Stock Market", *De Economist* 158(3): 237-293.

<sup>81</sup> VALLES, Óp. Cit.

En los otros países latinoamericanos no se evidencia la existencia de estudios que evalúen el efecto de regulación del insider trading en el comportamiento del mercado, aunque si se encuentran estudios que analizan el impacto del anuncio de eventos, por medio de la metodología estudio de eventos. Este es el caso de la investigación desarrollada por Velásquez Trujillo<sup>82</sup> en el 2009, en el mercado de valores colombiano, en donde evaluó la reacción del mercado ante anuncios de fusiones, adquisiciones, emisiones de valores e incrementos de dividendos, encontrando que las fusiones y adquisiciones no afectan significativamente el precio de las acciones, pero en cambio las emisiones lo afectan de forma negativa y los incrementos de dividendos de forma positiva, como se observa también en otros mercados. Un hallazgo importante en esta investigación es que aunque el estudio se realizó para el periodo comprendido entre el 2003 y el 2008, se evidencian resultados muy diferentes a partir del año 2006, lo que indica que ocurrió una mejoría en la eficiencia del mercado. Lo anterior es importante para la presente investigación, ya que este periodo coincide con un gran cambio regulatorio que se implementó en Colombia con la Ley 964 del 2005, lo que podría interpretarse como un efecto positivo de la regulación en el mercado de valores.

Hasta este punto, los estudios realizados por países no presentan resultados que confirmen contundentemente la hipótesis de que leyes más severas tienen un efecto positivo en el mercado, ya que la mayoría indica que no existe un efecto significativo. Estas conclusiones pueden estar relacionadas con factores propios de cada mercado, como la profundidad del mercado, su nivel de desarrollo, la fortaleza legislativa, el marco judicial, entre otros.

---

<sup>82</sup> VELÁZQUEZ TRUJILLO, Gloria Cecilia. 2009. "El impacto de anuncio de eventos en el Mercado accionario colombiano". Universidad EAFIT. Escuela de Administración y Finanzas.

## **2 METODOLOGÍA**

La metodología a seguir para evaluar la efectividad de la regulación en la eficiencia de los mercados bursátiles tiene un enfoque mixto, ya que está conformada por una fase cualitativa y una fase cuantitativa. Sin embargo, el estudio en general presenta un paradigma objetivista y positivista, porque busca principalmente medir un fenómeno real a través de su comprobación empírica.

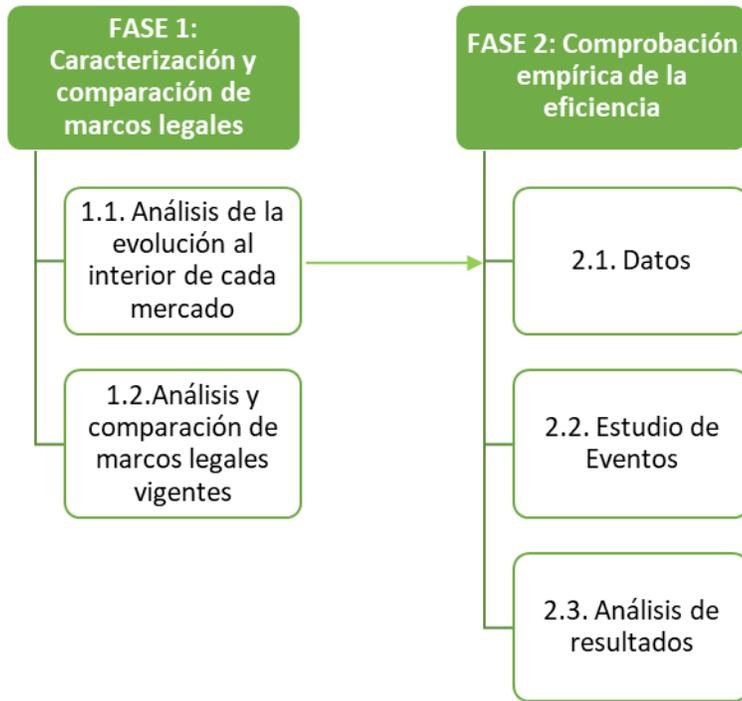
En la Figura 2 se presenta la metodología que se llevó a cabo en la presente investigación. Se resalta que el estudio se enfocó en la regulación referente al uso de información privilegiada y su efecto en el comportamiento de los mercados de valores.

### **2.1 CARACTERIZACIÓN Y COMPARACIÓN DE MARCOS LEGALES**

Esta primera fase consiste en estudiar detalladamente la regulación bursátil referente a la información privilegiada al interior de cada mercado objeto de estudio, teniendo en cuenta su evolución y su legislación vigente, con el fin de lograr su caracterización y llevar a cabo la comparación cualitativa entre países. Para su cumplimiento se han propuesto dos etapas, las cuales se describen a continuación.

La primera etapa es el análisis de la evolución al interior de cada mercado. Consiste en hacer una revisión de la historia de la regulación del insider trading de los países objeto de estudio, identificando el origen de sus respectivas comisiones reguladoras, así como los cambios estructurales que se han llevado a cabo en la legislación de la información privilegiada a través de los años, generalmente ocasionados por crisis económicas y/o reestructuraciones político-económicas al interior de los países, a partir de los cuales se han generado diferentes periodos reglamentarios. La información histórica se obtuvo de las bases de datos disponibles en la página web de las comisiones reguladoras de cada mercado, de los informes publicados en cada bolsa de valores, de investigaciones anteriores y de noticias económicas publicadas en los principales diarios de cada país.

Figura 2 Metodología del proyecto



La segunda etapa consiste en el análisis detallado de los marcos legales vigentes referentes al uso de información privilegiada, de cada uno de los países objeto de estudio, para llevar a cabo su caracterización. Esta caracterización consiste en la clasificación de su normatividad, de acuerdo con las definiciones, prohibiciones, sanciones y penas criminales, establecidas para las operaciones con información privilegiada en cada mercado estudiado. Los marcos legales vigentes fueron consultados en la página web de las comisiones reguladoras de cada mercado. Y Finalmente, se lleva a cabo la comparación de los marcos legales vigentes entre países. El objetivo de esta etapa es encontrar diferencias y similitudes entre regulaciones, evaluando el nivel de exigencia de cada país con respecto al uso de información privilegiada.

## 2.2 COMPROBACIÓN EMPÍRICA DE LA EFICIENCIA

Esta segunda fase consiste en comprobar empíricamente la hipótesis de eficiencia del mercado en Colombia y Chile, para llevar a cabo la evaluación del efecto que causa la regulación bursátil. Teniendo en cuenta que se busca evaluar la efectividad de la regulación referente a la información privilegiada, lo que se espera es que luego de un cambio regulatorio estructural se evidencie una variación significativa en el comportamiento del mercado, medida como una disminución o aumento de la reacción de los precios ante un anuncio corporativo o evento relevante. Si el mercado refleja toda la información disponible, este reacciona ante un evento específico, lo que indica que no hay oportunidad para que los agentes del mercado ganen ingresos adicionales con información públicamente disponible, apoyando la hipótesis fuerte de la eficiencia del mercado. Para probar lo anterior, en esta investigación se utiliza la metodología de estudio de eventos, propuesta por MacKinlay<sup>83</sup>, que busca identificar retornos anormales como medida crucial para evaluar el impacto de un evento.

La evaluación se realiza antes y después de un cambio regulatorio estructural de los dos países latinoamericanos analizados, para comprobar si ocurrió un cambio significativo en el mercado luego de su implementación.

La hipótesis planteada es que, en promedio, los movimientos atípicos antes del evento, si es que existían, disminuyeron después de los cambios en la regulación orientados a reforzar la prohibición del uso de información privilegiada.

Además, se busca verificar si el mercado realmente se sorprende cuando se dan a conocer anuncios importantes o eventos relevantes, es decir, que las mayores desviaciones con respecto a los retornos normales ocurren justamente en el día del

---

<sup>83</sup> MACKINLAY, Craig. 1997. "Event Studies in Economics and Finance". *Journal of Economic Literature* 35(1).

anuncio. Entonces si el mercado es limpio, se espera que los retornos atípicos se observen solamente durante los días alrededor del anuncio o en los siguientes días, respondiendo ante la nueva información disponible.

En esta sección, se describe el proceso a seguir para desarrollar la metodología estudio de eventos y obtener al final los resultados de esta fase cuantitativa.

3.2.1. Datos. Los países objeto de estudio que se han seleccionado son Chile y Colombia, representando el mercado latinoamericano.

En la primera fase de la investigación se realizó el análisis de la evolución al interior de cada mercado, en donde se identificaron los principales cambios regulatorios referentes a la información privilegiada. En la Tabla 2 se presentan los cambios regulatorios identificados y los periodos de estudio elegidos para cada mercado.

Tabla 2. Cambios regulatorios de Colombia y Chile

País	Cambios regulatorios	Fecha de implementación	Periodos de estudio	
			Antes del cambio	Después del cambio
<b>Colombia</b>	Ley 964	08/07/2005	01/01/2003 - 07/07/2005	08/07/2005 - 31/12/2007
<b>Chile</b>	Ley 20.382	20/10/2009	01/01/2007 - 19/10/2009	20/10/2009 - 31/12/2011

Luego de identificar los periodos de estudio, se construye una base de datos con anuncios corporativos o eventos relevantes que se dieron a conocer en los periodos elegidos, de las empresas listadas en cada bolsa de valores, la Bolsa de Valores de Colombia y la Bolsa de Comercio de Chile. En Colombia, los eventos fueron tomados de la página de la Superintendencia Financiera, en la sección llamada Información Relevante, donde todas las empresas emisoras deben reportar sus anuncios corporativos importantes. Y en Chile, se tomaron de la página de la Superintendencia de Valores y Seguros, en la sección denominada Hechos Esenciales del Mercado de Valores, en donde se publica de acuerdo con la normativa vigente, toda la información relevante de los emisores.

En el análisis se tomaron los eventos relevantes que por su importancia tienen una mayor probabilidad de afectar el precio de las acciones, de acuerdo con la literatura. Los eventos elegidos fueron: adquisiciones, fusiones, emisiones de valores, pago de dividendos, pérdidas de capital, enajenación de acciones, divisiones, asociaciones estratégicas y constitución de sociedades. Los eventos elegidos pueden verse en detalle en el Anexo A.

La muestra final de Colombia se compone de 85 eventos correspondientes a 21 emisoras y la de Chile de 202 eventos correspondientes a 50 emisoras (ver Tabla 3).

Tabla 3. Descripción de la muestra

<b>País</b>	<b>Anuncios por año</b>		<b>Anuncios por tipo de evento</b>	
Colombia	2003	5	Adquisiciones	17
	2004	13	Fusiones	14
	2005	22	Emisiones de valores	12
	2006	26	Pago de dividendos	38
	2007	19	Pérdidas de capital	4
	<b>TOTAL</b>	<b>85</b>	<b>TOTAL</b>	<b>85</b>
Chile	2007	22	Adquisiciones	39
	2008	50	Fusiones	13
	2009	35	Asociaciones Estratégicas	3
	2010	28	Emisiones de valores	28
	2011	67	Constitución de sociedades	15
			Pago de dividendos	99
			Divisiones	3
			Enajenación	1
			Pérdidas de capital	1
<b>TOTAL</b>	<b>202</b>	<b>TOTAL</b>	<b>202</b>	

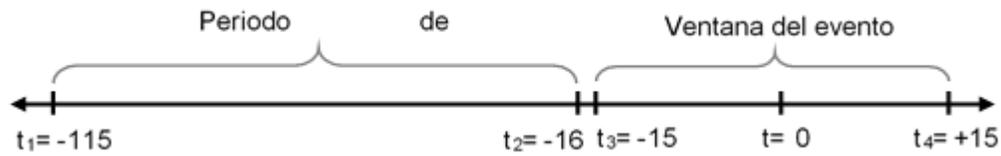
Se excluyen de la muestra: (1) Los eventos de las empresas emisoras que cuentan con series accionarias de baja bursatilidad; (2) los anuncios de series accionarias con baja operatividad en la ventana del evento; (3) los anuncios de una misma emisora que se encuentren en fechas muy cercanas y se traslapen las ventanas del evento, para evitar la contaminación de efectos.

Para realizar las estimaciones se tomaron los precios de cierre diarios históricos de las acciones correspondientes a los eventos elegidos, durante los periodos definidos para cada país. Así mismo se utilizaron las series de precios de los principales índices bursátiles de cada país, es decir, para Colombia el IGBC y para Chile el IPSA, como medidas del comportamiento del mercado de valores. Los datos fueron tomados de *Bloomberg Professional*® Service y de la base de datos de cada bolsa, ajustados por dividendos y splits.

**3.2.2. Metodología** Estudio de Eventos. En el estudio de eventos se realizan comparaciones estadísticas entre los retornos esperados con base en el comportamiento histórico de las acciones y los retornos obtenidos realmente antes, durante y después de la publicación de un anuncio corporativo.

**3.2.2.1. Determinación de la fecha del anuncio y de periodos de estimación y evento.** En primer lugar, se definieron dos ventanas de tiempo para realizar el estudio de eventos (ver Figura 3). La primera, llamada ventana del evento, se definió como el periodo comprendido entre los 15 días previos al evento y los 15 días posteriores al evento, conformada por 31 días. Al interior de la ventana del evento se proponen tres sub-ventanas para el análisis: un periodo pre-anuncio de 14 días (-15 a -2), uno de 3 días para el anuncio (-1 a 1) y uno post-anuncio de 14 días (2 a 15). Se proponen 3 días para el anuncio, para que el estudio no se vea afectado por posibles errores en la fecha de publicación de éste y por aquellos anuncios que se realizan luego de que el mercado cerró, reflejando sus efectos al siguiente día. El análisis se concentrará principalmente en las dos primeras sub-ventanas, ya que se busca identificar una posible fuga de información antes del anuncio. La segunda ventana, se denomina periodo de estimación, está compuesta por los 100 días previos a la ventana del evento y se utiliza para realizar el pronóstico de los retornos esperados.

Figura 3 Línea del tiempo



**3.2.2.2. Estimación de la rentabilidad esperada o normal.** Luego de establecer las ventanas, se estiman las rentabilidades diarias obtenidas para cada periodo mediante la ecuación 1.

$$R_{it} = \text{Ln} \left[ \frac{P_t}{P_{t-1}} \right] \quad (1)$$

Donde  $R_{it}$  es la rentabilidad del activo  $i$  en el mes  $t$ ,  $P_t$  es el precio del activo en el mes  $t$  y  $P_{t-1}$  es el precio del activo en el mes anterior. De la misma forma se estiman las rentabilidades diarias de los índices elegidos para medir el comportamiento de cada mercado.

Se procede a estimar los rendimientos esperados denominados retornos normales, para cada una de las acciones de los eventos elegidos. En esta investigación se sigue la metodología de Fama<sup>84</sup>, estimando los retornos normales mediante la regresión lineal del modelo de mercado para cada acción  $i$ , como se presenta en la ecuación 2.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Donde  $R_{it}$  es el retorno diario en pesos para cada acción  $i$  en el día  $t$ ,  $R_{mt}$  es el rendimiento diario del mercado; y  $\alpha_i$  y  $\beta_i$  son los parámetros para ser estimados con Mínimos Cuadrados Ordinarios para cada acción  $i$ . El periodo utilizado para calcular

---

<sup>84</sup>FAMA, Eugene F. 1976. *Foundations in Finance: Portfolio Decisions and Securities Prices*, New York: Basic Books.

los retornos normales es el de estimación, que comienza 115 antes del anuncio y termina el día 16 antes de este.

Los retornos normales estimados para cada acción  $i$  en el día  $t$ , que se obtienen de la regresión son:

$$\hat{R}_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt} \quad (3)$$

**3.2.2.3. Estimación de la rentabilidad anormal.** Los retornos reales obtenidos en la ventana del evento, de cada acción  $i$  y cada día  $t$ , se comparan con los retornos normales o estimados, los cuales se hubieran obtenido si no se presentara el anuncio. La diferencia entre estos dos se denominan retornos anormales  $AR_{it}$  y se calculan cómo se muestra en la ecuación 4.

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{R}_{it} \quad (4)$$

**3.2.2.4. Estimación de rentabilidad promedio y acumulada.** Teniendo en cuenta que esta investigación busca evaluar la reacción del mercado ante la presencia de eventos relevantes y estos pueden ser interpretados por los inversionistas como buenas o malas noticias, se tomó el valor absoluto de los retornos anormales para cada uno de los días de la ventana del evento, evitando la cancelación de los retornos anormales positivos con los negativos a la hora de sumarlos. El promedio del valor absoluto de los retornos anormales de cada evento  $i$  en el día  $t$ , se denomina retorno anormal diario promedio  $AR_t$ .

Para estudiar el efecto de los anuncios corporativos en el valor de mercado de las emisoras durante varios días, se estiman los retornos anormales acumulados promedio  $CAR_{(\tau_1, \tau_2)}$  como la suma de los  $AR_t$ , definidos para un intervalo  $t = \tau_1$  a  $t = \tau_2$ , donde  $\tau$  representa un día de la ventana. Entonces, por ejemplo, para la ventana pre-anuncio (-15, -2), se calcula sumando los  $AR_t$  de los 15 días. El cálculo se enuncia de la siguiente forma:

$$CAR_{(\tau_1, \tau_2)} = \sum_{t=\tau_1}^{\tau_2} AR_t \quad (5)$$

Las anteriores estimaciones se realizan para el periodo antes del cambio regulatorio y para el periodo después de este. Una vez calculados los  $AR_t$  para todos los días de la ventana del evento y los  $CAR_{(\tau_1, \tau_2)}$  para cada una de las tres sub-ventanas, en cada periodo de regulación, se llevan a cabo pruebas de hipótesis para probar la significancia de su valor medio y si se evidencia un cambio después de la implementación de la ley en cada mercado.

**3.2.2.5. Contrastes de significancia estadística de las rentabilidades anormales.** Para contrastar la significancia estadística se aplicará un test paramétrico y uno no paramétrico.

En primer lugar, se realizan dos contrastes de media, el primero se basa en la hipótesis nula de que la media es igual a cero, frente a la hipótesis alternativa de que la media es diferente de cero, este test será utilizado para evaluar cada día cercano al evento desde -15 a 15 y cada ventana (pre-anuncio, anuncio y post-anuncio), con el fin de determinar si los tiempos mencionados tienen retornos anormales y significativamente diferentes de cero. El segundo contraste, busca comparar las medias antes y después del cambio de la ley, esta prueba tiene la hipótesis nula de que la media antes del cambio de la ley es igual a la medida después del cambio de la ley, este test se realiza para cada día cercano al anuncio, desde -15 hasta 15 y para cada ventana de retornos acumulados.

En segundo lugar, los test no paramétricos poseen la virtud de reducir el sesgo que se puede producir como consecuencia de que unos pocos anuncios sean los causantes de los rendimientos anormales promedio, además no hacen ningún supuesto sobre la distribución de series, por tanto, corrigen el supuesto de no-

normalidad de los retornos anormales. El test no paramétrico utilizado es el test de Rangos, introducido por Corrado<sup>85</sup> y refinado por Corrado y Zivney<sup>86</sup>.

El test de rangos de Corrado transforma la serie temporal de rendimientos anormales, obtenidos como el promedio de cada acción, en sus respectivos rangos. Si se denomina  $K_{it}$  al rango del rendimiento anormal de la acción  $i$ , nos queda que:

$$K_{it} = \text{rango}(AR_{it}), \quad t = -115, \dots, +15(6)$$

Considerando una serie temporal de 131 días, donde el rango ( $K_{it}$ ) variará de 1 a 131, asignando el rango 1 al menor rendimiento anormal de la acción  $i$  en cada evento estudiado. Para construir el estadístico es necesario determinar el rango medio para cada día  $t$  (ecuación 7).

$$AD_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \left( k_{it} - \frac{L1+L2+1}{2} \right) (7)$$

Donde  $N$  es el número de acciones,  $K_{it}$  es el rango,  $L1$  y  $L2$  son los límites inferior y superior del rango de datos, para este estudio el término  $\frac{L1+L2+1}{2}$  tendrá valor de 66. Por otra parte, se necesita la desviación para el cálculo del estadístico (ecuación 8).

$$S(AD_t) = \sqrt{\frac{1}{L1+L2} \sum_{t=t_0}^T AD_t^2} (8)$$

Donde  $L1 + L2$  será 131 para este estudio.

Finalmente, el estadístico de prueba de Corrado es:

$$\frac{AD_t}{S(AD_t)} \sim N(0,1) \quad (9)$$

---

<sup>85</sup> CORRADO, Charles J. 1989. "A non-parametric test for abnormal security price performance in event studies". *Journal of Financial Economics* 23 (2): 385-395.

<sup>86</sup> CORRADO, C.J. y Zivney, T.L. (1992): "The Specification and Power of the Sign Test in Event Study Hypothesis Tests Using Daily Stock Returns", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27, No.3, septiembre, Págs. 465-478.

Debido a que el estadístico sigue una distribución normal estándar, lo cual permite evaluar la significancia del estadístico usando dicha distribución, la hipótesis nula de este test busca probar si los retornos anormales promedio son estadísticamente diferentes cero.

### 3 RESULTADOS

Los resultados derivados de la presente investigación se encuentran estructurados de acuerdo a las fases metodológicas desarrolladas. Los resultados de la fase de caracterización y comparación de marcos legales presentan en primer lugar, la evolución histórica de la regulación referente a la información privilegiada en cada mercado estudiado y luego un cuadro comparativo de los marcos legales vigentes. En los resultados de la segunda fase, denominada comparación empírica de la eficiencia, se estiman las estadísticas descriptivas de las series de rentabilidades anormales estimadas para cada periodo estudiado en Colombia y Chile, luego se evalúa la efectividad del cambio regulatorio en cada mercado, estimando los test de significancia antes y después de cada ley.

#### 3.1 HISTORIA DE LA REGULACIÓN DEL INSIDER TRADING EN LOS PRINCIPALES MERCADOS LATINOAMERICANOS Y EL REINO UNIDO

**4.1.1. Colombia.** El mercado bursátil colombiano ha estado influenciado por diferentes cambios regulatorios dispuestos por el Gobierno Nacional a lo largo de la historia. En esta sección, se presentan aquellos cambios relacionados con el uso de información privilegiada en Colombia, partiendo de la creación del organismo regulador del mercado de valores.

En 1979 se aprobó la Ley 32, mediante la cual se constituyó la Comisión Nacional de Valores, como el organismo responsable de estimular, organizar y regular el mercado público de valores en Colombia<sup>87</sup>. La función principal de la Comisión era proteger los sanos usos y prácticas del mercado de valores y los intereses de los inversionistas. Teniendo en cuenta estas facultades, la Comisión Nacional de

---

<sup>87</sup>COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 32. (17, mayo, 1979). Diario Oficial. Bogotá D.C., 1979. No. 35282. Por la cual se crea la Comisión Nacional de Valores y se dictan otras disposiciones.

Valores hubiera podido prohibir y sancionar el uso de información privilegiada en el mercado de valores desde los primeros años de su creación, sin embargo, ésta práctica no fue regulada, ya que la Comisión se concentró en investigar los casos de manipulación en el mercado de valores ocurridos a comienzos de los años 80<sup>88</sup>.

Es así como la prohibición del uso de información privilegiada en el mercado de valores colombiano se establece en la legislación a partir de 1990, con la ley 45, que dispuso en su 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 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<sup>89</sup>.

En 1991 se expidió el Decreto 2739, para denominar Superintendencia de Valores a la Comisión Nacional de Valores, definiendo su estructura y funciones, en búsqueda de la eficiencia y transparencia del mercado de valores<sup>90</sup>. En esta década,

---

<sup>88</sup>TORRADO ANGARITA. Óp. Cit.

<sup>89</sup> COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 45. (18, diciembre, 1990). Diario Oficial. Bogotá D.C., 1990. No. 39.607. Por la cual se expiden normas en materia de intermediación financiera, se regula la actividad aseguradora, se conceden unas facultades y se dictan otras disposiciones.

<sup>90</sup> COLOMBIA. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA. Decreto 2739. (6, diciembre, 1991). Bogotá D.C., 1991. Por el cual se adecua la estructura de la Comisión Nacional de Valores a su nueva naturaleza de Superintendencia.

con el inicio de la liberalización económica, el Gobierno trabajó en la estandarización del mercado accionario con los mercados internacionales<sup>91</sup>.

En 1995, la Superintendencia de Valores expide la Resolución 400, estableciendo los requisitos generales para la inscripción de títulos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios<sup>92</sup>. En este mismo año, la Superintendencia de Valores expidió la Resolución 1200, en donde se establece una nueva noción de la información privilegiada. Fue así como el Art. 1.1.1.1. de la Resolución 1200 de 1995, dispuso:

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<sup>93</sup>.

En esta definición se alude a la información sujeta a reserva como privilegiada, lo cual no ocurre en el Artículo 75 de la Ley 45 de 1990. Sin embargo, en todo lo demás se repite la conducta que se quiere regular como uso indebido de información privilegiada. Teniendo en cuenta lo anterior se infiere que, toda información privilegiada está sujeta a reserva, pero no toda información sujeta a reserva es, necesariamente, privilegiada, por lo cual esta definición presenta confusión entre estos dos tipos de información.

---

<sup>91</sup> MONTOYA, A. y ROA, N. Evolución, análisis y perspectiva del mercado accionario como opción de inversión 1950-1999. Universidad de la Salle, 2001.

<sup>92</sup> COLOMBIA. MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO, SUPERINTENDENCIA DE VALORES. Resolución 400. (22, mayo, 1995). Bogotá D.C., 1995. Por la cual se actualizan y unifican las normas expedidas por la Sala General de la Superintendencia de Valores y se integran por vía de referencia otras.

<sup>93</sup> COLOMBIA. MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO, SUPERINTENDENCIA DE VALORES. Resolución 1200. (22, diciembre, 1995). Bogotá D.C., 1995. P. 2.

Por otro lado, bajo la legislación colombiana, también se establecieron sanciones de carácter administrativo y penal, por el uso de información privilegiada. Desde el punto de vista administrativo, en la Ley 45 de 1990 se instauraron multas hasta por cinco millones de pesos o hasta por un monto igual al valor de la operación realizada, si este último fuere superior a cinco millones de pesos, ajustables por inflación desde el año 1990. Esta sanción era la prevista en el literal a) del artículo 6 de la Ley 27 de 1990<sup>94</sup>.

Desde el punto de vista penal, la Ley 599 del 2000, por la cual se expide el Código Penal, dispone en el 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”<sup>95</sup>. Esta primera parte prohíbe el uso indebido de información en términos generales, sin embargo, la segunda parte se relaciona directamente con el mercado de valores, ya que señala: “En la misma pena incurrirá el que utilice información conocida por razón de su profesión u oficio, para obtener para sí o para un tercero, provecho mediante la negociación de determinada acción, valor o instrumento registrado en el registro nacional de valores, siempre que dicha información no sea de conocimiento público”<sup>96</sup>.

Hasta este punto, se tienen tres definiciones en la legislación colombiana respecto al uso de información privilegiada, dos para efectos administrativos y una para

---

<sup>94</sup> COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 27. (20, febrero, 1990). por la cual se dictan normas en relación con las bolsas de valores, el mercado público de valores, los depósitos centralizados de valores y las acciones con dividendo preferencial y sin derecho de voto. Diario Oficial. Bogotá D.C., 1990. No. 23113.

<sup>95</sup> COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 599. (24, julio, 2000). Por la cual se expide el Código Penal. Diario Oficial. Bogotá D.C., 2000. No. 44.097.

<sup>96</sup> Ibid.

efectos penales, por lo cual no existe una línea jurisprudencial unificada y consistente que dé los lineamientos de esta prohibición.

Durante el año 2005 se decreta la ley marco del mercado de valores, Ley 964 de 2005, estableciendo los siguientes aspectos importantes: la definición del principio de regulación y supervisión, la unificación de la regulación aplicable a todos los intermediarios del mercado, la fusión de la facultad de regulación del sector financiero y bursátil con la creación de la Superintendencia Financiera de Colombia, la extensión del modelo de autorregulación y la adopción de un nuevo régimen de infracciones y sanciones. Esta Ley adopta las recomendaciones de la OCDE e incluye las disposiciones de la IOSCO<sup>97</sup>.

La Ley 964 de 2005 dispuso en su artículo 49 que: “la Superintendencia Financiera tendrá la facultad de imponer, a quienes desobedezcan sus decisiones o a quienes violen las normas que regulen el mercado de valores las sanciones a que se refiere el presente título, cuando incurran en cualquiera de las infracciones previstas en el artículo siguiente de la presente ley”<sup>98</sup>. Teniendo en cuenta esto, el artículo 50 contempla como infracciones al mercado: el incumplir las normas sobre información privilegiada, o utilizar o divulgar indebidamente información sujeta a reserva; y el “no divulgar en forma veraz, oportuna, completa o suficiente información que pudiere afectar las decisiones de los accionistas en la respectiva asamblea o que, por su importancia, pudiera afectar la colocación de valores, su cotización en el mercado o la decisión de los inversionistas de vender, comprar o mantener dichos valores”<sup>99</sup>.

---

<sup>97</sup> ROJAS, y GONZALEZ. Óp. Cit.

<sup>98</sup> COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 964. (8, julio, 2005). Por la cual 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. Diario Oficial. Bogotá D.C., 2005. No. 45.963.

<sup>99</sup> Ibid.

De acuerdo con el artículo 53 de la Ley 964 de 2005, algunas de las sanciones aplicables a las infracciones previstas en el artículo 50 de la misma ley son las siguientes: amonestación; multa a favor del Tesoro Nacional; suspensión o inhabilitación hasta por cinco (5) años para realizar funciones de administración; remoción de quienes ejercen funciones de administración, dirección o control o del revisor fiscal de las entidades sometidas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia de Valores; suspensión de la inscripción en cualquiera de los registros a que se refiere la presente ley; entre otras.

Se resalta entre los cambios adoptados con esta ley, que la sanción administrativa que contemplaba la Ley 45 de 1990, conforme a la cual la multa podía ascender hasta el monto de la operación, fue severamente limitada. De esta forma, resultaba más rentable incurrir en la conducta prohibida y asumir la sanción, teniendo en cuenta el beneficio económico que se podría obtener al utilizar la información privilegiada.

Un gran paso que se dio a partir de la ley 964 de 2005, fue la creación de la Corporación Autorregulador del Mercado de Valores (AMV), creada mediante la resolución 1171 de 2006, para garantizar la integridad y calidad del mercado, el cumplimiento de las obligaciones de los intermediarios, la administración de conflictos de interés de los intermediarios y sus regímenes de inversiones, el cumplimiento de los deberes frente a terceros y/o clientes, así como 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<sup>100</sup>.

Por otro lado, para la correcta y oportuna divulgación de la información privilegiada, la Ley 964 creó el Sistema Integral de Información al Mercado de Valores (SIMEV),

---

<sup>100</sup> GARCIA HERRERA. Óp. Cit.; 30p.

regulado en el Decreto 2555 de 2010<sup>101</sup>. En el Decreto 3139 de 2006, se dictan las normas relacionadas con la organización y funcionamiento del Sistema Integral de Información del Mercado de Valores –SIMEV, estableciendo en su artículo 1.1.2.18 la obligación que impone la ley a las sociedades inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores, de revelar toda información material ocurrida a su interior tan pronto como el hecho se produzca, de la siguiente forma:

Todo emisor de valores deberá divulgar, en forma veraz, clara, suficiente y oportuna al mercado, a través de la Superintendencia Financiera de Colombia, en la forma establecida en este capítulo, 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<sup>102</sup>.

Esta norma contiene una lista de hechos concretos, de carácter contable, legal, financiero o comercial, que deben ser revelados al mercado, ya que podrían ser tenidos en cuenta por un inversionista prudente al momento de tomar una decisión de compra o venta, o de mantener sus valores, y que, razonablemente, de ser conocidos por el mercado, podrían implicar una variación considerable en la cotización de determinada acción o en el precio de determinado título. Dentro de dicha lista se destacan: las decisiones relevantes que se adopten en las asambleas generales de accionistas, la iniciación de procesos judiciales o administrativos relevantes, las reorganizaciones empresariales, la emisión de valores, bien sea en Colombia o en el exterior, los cambios en el valor nominal de las acciones, la división de acciones, los cambios en los derechos de los tenedores de los valores, las modificaciones en los plazos u otras condiciones de los títulos, la cancelación de la

---

<sup>101</sup>JARAMILLO MORALES, Manuela. La manzana de la discordia: Indagaciones sobre la información privilegiada en los mercados bursátiles. Monografía de grado para optar por el título de abogado: Universidad EAFIT. Escuela de Derecho, 2015, 68p.

<sup>102</sup> COLOMBIA. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA. Decreto 3139. (12, septiembre, 2006). Bogotá D.C., 2006. Por el cual se dictan las normas relacionadas con la organización y funcionamiento del Sistema Integral de Información del Mercado de Valores -SIMEV-, y se dictan otras disposiciones.

inscripción de los valores en bolsa y demás eventos relevantes relacionados con la emisión respectiva.

También se establece cuándo y cómo deberán revelarse los eventos relevantes mencionados, en el artículo 1.1.2.19, Decreto 3139 de 2006, de la siguiente forma: “La información relevante deberá ser divulgada a través de la página Web de la Superintendencia Financiera de Colombia, de conformidad con el procedimiento que establezca esta entidad, inmediatamente se haya producido la situación o una vez el emisor haya tenido conocimiento de esta, cuando esta se hubiere originado en un tercero”<sup>103</sup> y en el artículo 1.1.2.20 “En la oportunidad prevista en el artículo anterior, el responsable del envío de la información relevante podrá solicitar a la Superintendencia Financiera de Colombia autorización para que un evento de información relevante no sea revelado, por considerar que su divulgación puede causarle un perjuicio al emisor o puede poner en peligro la estabilidad del mercado de valores”<sup>104</sup>.

En el 2010, se reitera en el artículo 7.6.1.1.1 del Decreto 2555, lo previsto en el Art. 1.1.1.1. de la Resolución 1200 de 1995, en donde se amplía el alcance a la definición de información privilegiada, incluyendo la información sujeta a reserva y cualquier información que deba darse a conocer al público pero que no se ha hecho pública<sup>105</sup>. En ese sentido, la definición de información privilegiada contenida en el artículo 75 de la Ley 45 de 1990, continúa siendo la más precisa, ya que se ajusta adecuadamente a los objetivos de la regulación del mercado de valores.

Por otro lado, de acuerdo con el artículo 5.2.4.1.5 del Decreto 2555 de 2010, los emisores tienen la obligación de “divulgar, en forma veraz, clara, suficiente y

---

<sup>103</sup> Ibid.

<sup>104</sup> Ibid.

<sup>105</sup> COLOMBIA. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA. Decreto 2555. (15, julio, 2010). Bogotá D.C., 2010. P. 226.

oportuna al mercado, a través de la Superintendencia Financiera de Colombia”<sup>106</sup>, toda información relevante, es decir, toda situación relacionada con un emisor 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.

No obstante, en aquellas circunstancias en las que la divulgación de información relevante pueda causarle un perjuicio al emisor o ponga en peligro la estabilidad del mercado de valores, el responsable de revelar dicha información podrá solicitarle a la Superintendencia Financiera la autorización para que dicha información no sea revelada, de acuerdo con lo establecido en el artículo 5.2.4.1.7 del Decreto 2555 de 2010.

Por su parte, el artículo 2.9.20.1.5 del Decreto 2555 de 2010 establece que los administradores de sociedades comisionistas no pueden negociar con acciones diferentes a las que han adquirido a título de herencia o aquellas que han adquirido con anterioridad a la toma de posesión de su cargo. La norma busca que el administrador no tome ventaja de la información a la que tiene acceso, limitando la ocurrencia de situaciones irregulares<sup>107</sup>.

Se enfatiza que, pese a la poca regulación en materia sancionatoria (al menos desde el derecho penal), se presenta un avance en el año 2010. El llamado Estatuto Anticorrupción (Ley 1474 de 2011), modificó el marco sancionatorio del delito de utilización indebida de información privilegiada (artículo 258 del Código Penal), incluyendo la pena privativa de la libertad, además de la multa correspondiente y que se venía implementando hasta el momento<sup>108</sup>.

---

<sup>106</sup> Ibid.

<sup>107</sup> FRADIQUE-MÉNDEZ L., Carlos. Guía del mercado de valores. p. 23.

<sup>108</sup> YONG SERRANO, SAMUEL. Utilización indebida de información privilegiada como práctica que atenta contra la libre competencia. Universidad Santo Tomás De Aquino - Sede Bogotá -

En este momento siguen coexistiendo tres definiciones de uso de información privilegiada bajo la regulación colombiana, impidiendo una aplicación consistente de medidas en contra de usos proscritos por los estándares internacionales y obstaculizando la creación de jurisprudencia uniforme. Es por lo anterior que la definición de información privilegiada debería ser una sola.

**4.1.2. México.** El mercado de valores de México ha contado con diferentes leyes referentes a la prohibición del uso de información privilegiada desde 1983. En el Decreto de reformas a la Ley del Mercado de Valores de ese año, se estableció la definición de información privilegiada de la siguiente forma:

Se entiende por información privilegiada la relativa a una sociedad emisora de valores inscritos en el citado Registro, que en los términos de la presente Ley debe proporcionarse a la Comisión Nacional de Valores, al público inversionista y, en su caso, a la bolsa de valores correspondiente, conforme a los criterios de carácter general que emita la citada Comisión, aún no divulgada entre el público inversionista y cuyo conocimiento, por su naturaleza, pueda influir en los precios de cotización de los valores emitidos por dicha sociedad.<sup>109</sup>

También se incorporó la prohibición de realizar transacciones y generar ganancias haciendo uso de información privilegiada. Aunque la inclusión de la definición y demás prohibiciones eran trascendentales, no fueron suficientes para complementar el marco regulatorio con respecto a esta infracción.

En 1990, se estableció en la Ley del Mercado de Valores, el grupo de personas que se presume tienen acceso a información privilegiada sobre la emisora de valores. Además, se realizaron otras reformas, en donde fueron incorporados aspectos legales, para sancionar a las personas por el uso indebido de información privilegiada. Sin embargo, el marco regulatorio aún carecía de elementos

---

USTA Estado: Tesis concluida Derecho Contractual Público y Privado ,2013, *Persona orientada*: Humberto Bueno Cardona

<sup>109</sup> MÉXICO. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA. Decreto de reformas a la Ley del Mercado de Valores. (28, diciembre, 1983). Diario Oficial de la Federación. México D.F.

importantes, que garantizaran el cumplimiento de la ley de forma efectiva, ya que no era clara la definición de información privilegiada, o cuando se consideraba un evento relevante y la Comisión Nacional de Valores no contaba con atribuciones legales para hacer cumplir la ley<sup>110</sup>.

En 1995, el Congreso de la Unión aprobó la Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (LCNBV), consolidando en un sólo órgano desconcentrado, las funciones que correspondían a la Comisión Nacional Bancaria (CNB) y a la Comisión Nacional de Valores (CNV). La CNBV nace con el objetivo de supervisar y regular las entidades que hacen parte del sistema financiero mexicano, garantizando su estabilidad, correcto funcionamiento, fomentando el desarrollo estable del sistema en su conjunto, y protegiendo los intereses del público<sup>111</sup>.

A finales de 1997 se inició la automatización del mercado de valores, dejando en el mercado a viva voz solamente las acciones que constituían el Índice de Precios y Cotizaciones (IPC). En 1999 terminó la transición hacia el mercado electrónico y comenzó a operar el Sistema Electrónico de Negociación (SENTRA) de la BMV5. Con este nuevo sistema se actualizaron las prácticas de recepción, registro, ejecución y asignación de operaciones con valores. Estos cambios, generaron una mayor profundidad del mercado, reducción del spread de posturas de compra y venta, mayor número de participantes, mejores huellas de auditoría, mayor transparencia y mayor liquidez<sup>112</sup>.

Por otro lado, en ese mismo año, a través de la Circular 11-28 de la CNBV<sup>113</sup>, se incorporó el concepto de evento relevante y las reglas para su difusión. Hasta finales

---

<sup>110</sup> VALLES. Óp. cit.

<sup>111</sup> COMISIÓN NACIONAL BANCARIA Y DE VALORES. Fusión de la CNB y CNV. Última modificación: 18 de julio de 2014. [En línea]. (Recuperado en 24 de junio de 2017). Disponible en <http://www.cnbv.gob.mx/CNBV/Historia/Paginas/Fusi%C3%B3n-de-la-CNB-y-CNV.aspx>

<sup>112</sup> VALLES. Óp. cit.

<sup>113</sup> MÉXICO.SECRETARÍA DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO – COMISIÓN NACIONAL BANCARIA Y DE VALORES. Circular 11-28. (04, diciembre, 1997). Dirigida a las sociedades

de 1997, los envíos de eventos relevantes se hacían por medio de fax, luego, a partir de 1998, estos son enviados por las emisoras de forma electrónica a través del Sistema Electrónico de Comunicación con Emisoras de Valores (EMISNET) a la BMV, quien tiene la obligación de difundir esta información a la CNBV y al público en general. También, en 1998 se estableció un sistema de monitoreo de operaciones atípicas, dando inicio a las sanciones por uso indebido de información privilegiada. De 1997 a 2000 se emitieron sanciones a 16 personas relacionadas con cinco emisoras por estas infracciones<sup>114</sup>.

Además de los cambios mencionados, en 1999, se publicó el Código de Mejores Prácticas Corporativas, iniciativa del Consejo Coordinador Empresarial, con el objetivo de garantizar los derechos de los accionistas minoritarios, buscando mejorar el funcionamiento del Consejo de Administración y mayor revelación de información a los accionistas<sup>115</sup>.

En el 2001, se llevó a cabo una nueva reforma a la Ley del Mercado de Valores, la cual introdujo modificaciones enfocadas a la protección de los accionistas minoritarios. Uno de los principales cambios fue la definición de evento relevante y los mecanismos para dar a conocer dichos eventos, lo cual fue establecido en el artículo 16 así:

Se entiende por evento relevante todo acto, hecho o acontecimiento capaz de influir en los precios de los valores inscritos en el Registro Nacional de Valores. El conocimiento de eventos relevantes que no hayan sido revelados al público de conformidad con el siguiente párrafo, constituye información privilegiada para los efectos de esta Ley.

Las emisoras con valores inscritos en el Registro Nacional de Valores estarán obligadas a informar al público, a través de los medios que la bolsa de valores

---

emisoras de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y a las bolsas de valores. Diario Oficial de la Federación. México D.F.

<sup>114</sup> VALLES. Óp. cit.

<sup>115</sup> Ibid.

en que coticen los mismos establezca al efecto, los eventos relevantes relativos a ellas en el momento en que ocurran (...) <sup>116</sup>.

Otras modificaciones fueron el aumento de las multas y sanciones por el uso indebido de información privilegiada, cambios en el cálculo del beneficio obtenido (incluyendo las pérdidas evitadas), así como una serie de normas más completas para prohibir esta práctica. Por otro lado, se definieron las personas que, por sus características, se puede suponer que tienen conocimiento de eventos relevantes, con carácter de información privilegiada.

En el 2003, por medio de la Circular Única de Emisoras (CUE) <sup>117</sup>, se complementa lo establecido en la Ley del Mercado de Valores, definiendo favorablemente las reglas y obligaciones de las emisoras y de sus accionistas, para facilitar la supervisión del mercado por parte de la CNBV y la imposición de sanciones por infringir la LMV.

En el 2005, el Congreso estableció reformas pertinentes en el mercado de valores mexicano, las cuales fueron registradas en una nueva Ley del Mercado de Valores <sup>118</sup>. Los aspectos que hacían referencia a la información privilegiada se mantenían con las reformas realizadas en el 2001 y los cambios fueron muy mínimos. Una modificación relevante fue el incremento en las penas criminales por operar, revelar o asesorar, utilizando información privada de forma ilegal, las cuales están establecidas en los artículos 130 y 131, disponiendo una sanción con prisión de dos a seis años, a quienes transmitan información privilegiada y una pena hasta de doce años, a quienes celebren operaciones haciendo uso de esta información.

---

<sup>116</sup> MÉXICO. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA. Decreto por el que se reforman, adicionan y derogan diversas disposiciones de la Ley del Mercado de Valores y de la Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores. (01, junio, 2001). Diario Oficial de la Federación. México D.F.

<sup>117</sup> MÉXICO. SECRETARÍA DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO. Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores. (19, marzo, 2003). Diario Oficial de la Federación. México D.F.

<sup>118</sup> MÉXICO. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA. Ley del Mercado De Valores. (30, diciembre, 2005). Diario Oficial de la federación. México D.F.

La última reforma a la Ley del Mercado de Valores de México se llevó a cabo en el 2014. Un cambio pertinente respecto al uso indebido de información privilegiada es el aumento en la pena carcelaria a quien trasmite esta información, como se registra en el artículo 380: “será sancionado con prisión de tres a quince años todo aquél que, estando obligado legal o contractualmente a mantener confidencialidad, reserva o secrecía, proporcione por cualquier medio o transmita información privilegiada a otra u otras personas”<sup>119</sup>.

Se resalta que además de las reformas realizadas a la Ley del Mercado de Valores desde su creación, referentes a la información privilegiada, fueron importantes las acciones de supervisión, operación y buenas prácticas establecidas por la industria, previniendo el abuso del mercado de valores.

**4.1.3. Chile.** En 1927, por medio de la Ley 4228, se crea la Superintendencia de Compañías de Seguros, mientras que, en 1928, la Ley 4404 funda la Inspección General de Sociedades Anónimas y Operaciones Bursátiles. Estos dos organismos se fusionan en 1931, bajo el nombre de Superintendencia de Sociedades Anónimas, Compañías de Seguros y Bolsas de Comercio. Finalmente, por medio del Decreto 3538 de 1980, se establece la creación definitiva de la Superintendencia de Valores y Seguros, para supervisar las entidades que participan en el mercado de valores chileno, es decir, las sociedades anónimas, compañías de seguros, bolsas de valores e intermediarios, fondos mutuos y sus administradoras, clasificadoras de riesgo, fondos de inversión de capital extranjero y fondos de inversión<sup>120</sup>.

---

<sup>119</sup> MÉXICO. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA. Reforma Ley del Mercado De Valores. (10, enero, 2014). Diario Oficial de la federación. México D.F.

<sup>120</sup>SOTO ZÚÑIGA, Manuel. Superintendencia de Valores y Seguros: Análisis organizacional, de los recursos humanos e incentivos. Seminario para optar al título de ingeniero comercial: Universidad de Chile. Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas, 2004, 127p.

A pesar de que el mercado de valores de Chile ha sido regulado desde su creación, es decir, desde principios del siglo XIX, la prohibición del uso de información privilegiada es relativamente reciente y concuerda con el origen del proceso de institucionalización de los sistemas, estructuras y plataformas que configuran el mercado de valores chileno. Esta prohibición apareció en 1981, con la Ley 18.045 sobre Mercado de Valores, es decir, antes de esta fecha se permitía que las personas en posesión de información privilegiada la utilizaran en beneficio personal<sup>121</sup>. Teniendo en cuenta lo anterior, el mercado de valores chileno funcionó por más de un siglo sin que existiera prohibición alguna respecto al uso de información privilegiada.

En la Ley 18.045 no se estableció directamente la definición de información privilegiada, sin embargo en el artículo 13 del título tercero se hacía referencia a esta, disponiendo lo siguiente: “Los directores, administradores y, en general, cualquier persona que en razón de su cargo o posición tenga acceso a información de la sociedad y de sus negocios, que aún no haya sido divulgada oficialmente al mercado por la compañía en cumplimiento de lo dispuesto en la presente ley, y que sea capaz de influir en la cotización de los valores de la misma, deberá guardar estricta reserva”<sup>122</sup>, de ésta manera, de forma indirecta, se establecieron los requisitos que deben concurrir para que la información tenga el carácter de privilegiada. Igualmente, se prohíbe a las personas mencionadas anteriormente, valerse de la información reservada para obtener para sí y para otros, ventajas mediante la compra o venta de valores. Aquellas personas que incumplan lo establecido en esta norma, deberán devolver a la caja social toda utilidad obtenida a través de transacciones de valores de la sociedad. Se resalta que hasta este

---

<sup>121</sup>RIED UNDURRAGA, José Miguel. Fundamentos de la prohibición del uso de la información privilegiada en Chile: Una visión crítica. En: Revista Chilena de Derecho. 2004, vol. 31 No. 3, p. 439-463.

<sup>122</sup> CHILE. MINISTERIO DE HACIENDA. Ley 18.045. (22, octubre, 1981). Diario Oficial. Santiago de Chile, 1981. Por medio de la cual, la Junta de Gobierno de la República de Chile ha dado su aprobación a un PROYECTO DE LEY.

momento no existía una definición clara del uso de la información privilegiada, confundiéndola, con la información reservada, además, no había sanciones penales asociadas a esta prohibición<sup>123</sup>.

En el año 1994 se realizó un cambio pertinente en la Ley 18.045, mediante la Ley 19.301, la cual agregó el Título XXI, reglamentando un conjunto de normas relativas a la información privilegiada. En el artículo 164 se incluyó la siguiente definición de información privilegiada:

Se entiende por información privilegiada cualquier información referida a uno o varios emisores de valores, a sus negocios o a uno o varios valores por ellos emitidos, no divulgada al mercado y cuyo conocimiento, por su naturaleza, sea capaz de influir en la cotización de los valores emitidos, como, asimismo, la información reservada a que se refiere el artículo 10 de esta ley.

También se entenderá por información privilegiada, la que se tiene de las operaciones de adquisición o enajenación a realizar por un inversionista institucional en el mercado de valores<sup>124</sup>.

Este proyecto de ley buscaba originalmente terminar con los conflictos de intereses, inhabilitando a las personas que se desempeñaran como directores de sociedades emisoras, a participar en la administración de las corredoras de bolsa o agentes de valores, sin embargo, en la tramitación de la ley se prefirió la prohibición de conductas específicas relacionadas con el uso indebido de información reservada y sanciones drásticas, incluyendo aquellas de tipo penales<sup>125 126</sup>.

Entre las novedades que aportó esta ley, además de la definición del “uso de la información privilegiada”, fueron las presunciones de quienes tienen acceso a la información privilegiada, la regulación de la actividad de los intermediarios de valores y el establecimiento de normas de responsabilidad civil, entre otros

---

<sup>123</sup> RIED UNDURRAGA. Óp. Cit.

<sup>124</sup> CHILE. MINISTERIO DE HACIENDA. Ley 19.301 (19, marzo, 1994). Diario Oficial, Santiago de Chile, 1994. No. 34819. Por la que se modifican diversos cuerpos legales, relativos al mercado de valores.

<sup>125</sup> RIED UNDURRAGA. Óp. Cit.

<sup>126</sup> SALAH ABUSLEME, *Responsabilidad por uso de Información Privilegiada*, cit. nota n°2, pp. 213 - 221; GUZMÁN ANRIQUE, *Información Privilegiada*, cit. nota n° 2, pp. 50 - 51.

aspectos. Asimismo, se buscaba asegurar la eficiencia del mercado, la simetría de la información, la transparencia, la equidad y la igualdad de oportunidades para los inversionistas, la buena fe, la ética, la honestidad y la transparencia en el mercado de valores de Chile<sup>127</sup>. Adicionalmente, el legislador eliminó la sanción de devolver a la caja social el monto obtenido como ventaja ya que, como fundamenta el Superintendente de Valores en su defensa del proyecto en el Congreso Nacional “en la mayor parte de los casos, no es la caja social la que se ve perjudicada por el uso de información privilegiada y, en consecuencia, no es dable establecer el beneficio de indemnización para esa caja social.”<sup>128</sup>

El Título XXI, de la Ley 19.301, fue modificado por las leyes 19.389 de 1995 y 19.705 del 2000, en donde se especificaron aspectos como la calidad de terceros con quienes los intermediarios pueden efectuar operaciones de forma lícita, los sujetos en que se presume que tienen acceso a información privilegiada y sus obligaciones y se crearon nuevos delitos penales en el ámbito corporativo y del mal uso de información privilegiada<sup>129</sup>. Estas modificaciones estuvieron enfocadas en regular el mercado general frente a comportamientos negativos de los grupos controladores contra los intereses de los inversores en general y los accionistas minoritarios, en particular<sup>130</sup>.

---

<sup>127</sup> VÁZQUEZ PALMA, María Fernanda. Revisión del ámbito de aplicación subjetivo y objetivo de la noción de uso de información privilegiada en Chile: Un examen de la normativa a la luz de las tendencias doctrinales y jurisprudenciales. En: Revista de Derecho. 2010, Sección: Ensayos, Año 17, No. 2, pp. 239-297.

<sup>128</sup> Intervención Superintendente de Valores y Seguros, en Actas de Formación de la Ley 19.301 de 1994, Sesión del Senado 15 Octubre de 1993, Legislatura 327<sup>a</sup>, Extraordinaria, p. 54.

<sup>129</sup> RIVERA ANABALÓN, Karen Andrea. Fundamentos de sancionar el uso de información privilegiada en el mercado de valores. Memoria para optar al grado de licenciado en ciencias jurídicas y sociales. Universidad Austral de Chile. Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales, Escuela de Derecho. 2011, 43p.

<sup>130</sup> GARCÍA PALOMINOS, Gonzalo. Modelo de protección en normas administrativas y penales que regulan el abuso de Información Privilegiada en la legislación chilena. En: Política Criminal. 2013, Vol. 8, Nº 15, Art. 2, pp. 23 - 63.

Posteriormente, en el año 2009, se establece la Ley 20.382<sup>131</sup>, perfeccionando las normas que regulan los gobiernos corporativos de las empresas, en la búsqueda de aumentar el flujo de información y permitir a los inversores, accionistas y a la SVS, una mejor supervisión y evaluación de la empresa emisora. Con esta ley se introducen principalmente las siguientes modificaciones:

- a) Se agrega la prohibición de enajenar los valores cuando se posea información privilegiada, la cual había sido omitida anteriormente (Art. 165).
- b) Se realiza una distinción entre la presunción de posesión de información, aplicable a los sujetos que se desempeñan dentro de la administración y la presunción de acceso a la información, aplicable a los actores que interactúan con la administración, sin ser parte de ella, estableciendo un estándar más alto para los primeros (Art. 166).
- c) Se restringen aún más las operaciones que pueden realizar los intermediarios de valores, por lo cual, si estos poseen información privilegiada, solo podrán realizar actuaciones por cuenta de terceros no relacionados con ellos, ni teniendo en cuenta su asesoría o recomendación (Art. 165 INC. 3).

Adicionalmente, con esta ley, se incrementa la autorregulación como medida que garantiza la eficiencia del mercado, disponiendo en el Art. 10 que será responsabilidad de cada entidad adoptar una norma interna que contemple los procedimientos, mecanismos de control y responsabilidades, asegurando la divulgación oportuna de la información esencial respecto de ellas mismas; mientras que los artículos 16 y siguientes regulan lo siguiente:

Los emisores de valores de oferta pública deberán adoptar una política que establezca normas, procedimientos, mecanismos de control y responsabilidades, conforme a las cuales los directores, gerentes, administradores y ejecutivos principales, así como las entidades controladas

---

<sup>131</sup> CHILE. MINISTERIO DE HACIENDA. Ley 20.382 (20, octubre, 2009). Diario Oficial, Santiago de Chile, 2009. Introduce perfeccionamientos a la normativa que regula los gobiernos corporativos de las empresas.

directamente por ellos o a través de terceros, podrán adquirir o enajenar valores de la sociedad o valores cuyo precio o resultado dependa o esté condicionado, en todo o en parte significativa, a la variación o evolución del precio de dichos valores<sup>132</sup>.

En el 2011, por medio de la Ley 20.552, se legislan las conductas contrarias al uso indebido de la información privilegiada en el mercado de valores y los principales sujetos intervinientes por el lado activo y pasivo en su accionar (las personas que actúan como en los casos del controlador de emisor o de inversionista institucional, las personas que realicen operaciones o negocios tendientes a la enajenación del control, los directores, gerentes administradores, apoderados, ejecutivos principales, asesores financieros u operadores de intermediarios de valores, los ejecutivos y dependientes de empresas de auditoría externa del emisor o del inversionista institucional, los socios, gerentes, administradores o ejecutivos principales y miembros de los consejos de clasificación de las sociedades clasificadoras de riesgo, los dependientes que trabajen bajo la supervisión de los directores)<sup>133</sup>.

Finalmente se destaca en la legislación chilena, la determinación de una definición concreta de información privilegiada, manteniendo los principios de transparencia, igualdad, confidencialidad que ordenan el buen funcionamiento, integridad y equilibrio de los mercados<sup>134</sup>.

**4.1.4. Brasil.** En 1976 fue creada la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM), por medio de la Ley 6.385, con el objetivo de fiscalizar, regular y desarrollar el mercado de valores en Brasil. La CVM es una entidad vinculada al Ministerio de Hacienda, con personalidad jurídica y patrimonio propio, dotada de autoridad administrativa

---

<sup>132</sup> CHILE. Óp. cit.

<sup>133</sup> YONG SERRANO, Óp. cit.

<sup>134</sup> GARCÍA PALOMINOS, Gonzalo, (2013), Abuso de información privilegiada, Universidad Alberto Hurtado, Revista política criminal, volumen 8, Chile.

independiente, ausencia de subordinación jerárquica y autonomía financiera y presupuestaria<sup>135</sup>.

En 1976 también se establece la Ley 6.404, conocida como Ley de Sociedades Anónimas, en donde se presenta la principal disposición legal que trata de la información privilegiada, más conocida en este país como insider trading. Esta ley consagra en su artículo 157 el deber de informar, por el cual los administradores deben comunicar inmediatamente a la bolsa de valores y divulgar al público, cualquier hecho que pueda influir en la cotización de los valores de emisión de la compañía, es decir, deben divulgar cualquier información que pueda alterar la decisión de los inversores de negociar títulos emitidos por la sociedad. Sin embargo, en caso de que su divulgación de la información ponga en riesgo el interés legítimo de la compañía, los administradores podrán negarse a dar información a los accionistas que soliciten, así como puede dejar de divulgarla a los demás inversores.

Por otro lado, en el artículo 155 de la Ley 6.404, se le atribuye al administrador el deber de guardar secreto sobre cualquier información que tenga conocimiento en función del cargo que ocupa, que aún no haya sido divulgada y cuya divulgación, pueda causar una variación en la cotización de los valores mobiliarios de emisión de la compañía (información privilegiada), prohibiendo, también, su utilización, para la obtención de beneficios para sí o para otros. También se enfatiza que, el administrador de la compañía debe velar para que sus subordinados y terceros de su confianza no violen dichas prohibiciones.

Teniendo en cuenta lo establecido en esta ley, el que practica el insider trading, necesariamente estará obligado a indemnizar a la persona que ha sido víctima del

---

<sup>135</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponible en: [http://www.cvm.gov.br/menu/acesso\\_informacao/institucional/sobre/cvm.html](http://www.cvm.gov.br/menu/acesso_informacao/institucional/sobre/cvm.html). Consultado el 10 de abril de 2014.

uso indebido de información privilegiada. Sin embargo, la legislación no prevé la posibilidad de anular el negocio jurídico realizado entre el insider y el inversor perjudicado, ya que la previsión legislativa en ese sentido causaría gran daño al mercado, teniendo en cuenta la existencia de transacciones masivas y consecutivas<sup>136</sup>. A este respecto, el artículo 3 del art. De la Ley 6.404 / 76 establece que "la persona perjudicada en la compra y venta de valores mobiliarios, contratada con infracción de lo dispuesto en los §§ 1 ° y 2 °, tiene derecho de haber del infractor indemnización por pérdidas y daños, a menos que al contratar ya conociera la información".

En 1984 se publica la "Instrução CVM Nº 31" o ICVM 31<sup>137</sup>, la cual amplía lo establecido en las leyes 6.404 y 6.385, con respecto a la divulgación y el uso de informaciones sobre actos o hechos relevantes relativos a las compañías abiertas. La ley 6.404, en su redacción original, consideraba como insiders sólo a los administradores de las compañías, concepto que fue ampliado en esta instrucción.

Hasta el año 1999 existían en Brasil cerca de nueve Bolsas de Valores y en el 2000 el mercado de capitales brasileño fue unificado, pasando a contar con la participación de sociedades corredoras de todas las regiones del país. Esta unificación se llevó a cabo para dar mayor liquidez al mercado accionario brasileño, y en ese nuevo modelo la BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo) se concentró toda la negociación con acciones. Posteriormente, en 2008, dicha entidad se fusionó con la Bolsa de Mercancía y Futuros, dando origen a la BM & FBOVESPA.<sup>138</sup>

---

<sup>136</sup> CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas 3º Volume. São Paulo: Editora Saraiva. 2003. pág 308.

<sup>137</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Óp. Cit.

<sup>138</sup> PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de Capitais: Fundamentos e Técnicas. São Paulo: Editora Atlas. 2009, pag. 274/303.

En el 2001, con el objetivo de aproximar el mercado de capitales brasileño a los niveles de gobierno corporativo practicados en otros países, Bovespa creó el Nuevo Mercado y los Niveles Diferenciados de Gobierno Corporativo 1 y 2, que:

"Constituyen segmentos especiales de lista que revelan el compromiso de las compañías que voluntariamente se adhieren a adoptar mejores prácticas de gobierno corporativo a partir de la implementación en sus estructuras societarias de reglas más rígidas que las previstas en la legislación brasileña"<sup>139</sup>.

También, a partir de este año, debido a cambios en la Ley 6.385 de 1976, por medio de la Ley 10.303, el uso indebido de información privilegiada pasó a recibir más atención en Brasil. Lo anterior se da con la inclusión en el artículo 4, de la previsión de que la CVM, en conjunto con el Consejo Monetario Nacional, debería ejercer sus atribuciones con el fin de proteger a los titulares de valores mobiliarios y a los inversores del mercado contra el uso de información relevante en el mercado de valores<sup>140</sup>.

Otra modificación significativa, realizada con la Ley 10.303 del 2001, fue la criminalización de la práctica de uso indebido de información privilegiada, que pasó a ser un delito contra el mercado de capitales. En ese sentido, con previsión de pena de reclusión de 1 a 5 años y multa de hasta 3 veces el monto de la ventaja ilícita obtenida en consecuencia del crimen, el artículo 27-D establece que es delito:

"Art. 27-D. Utilizar información relevante aún no divulgada al mercado, de que tenga conocimiento y de la que deba mantener secreto, capaz de propiciar, para sí o para otro, ventaja indebida, mediante negociación, en nombre propio o de tercero, con valores mobiliarios. "

Llama la atención sobre la redacción de este artículo, que establece como crimen formal sólo la realización de una conducta, y no la verdadera obtención de ventaja.

---

<sup>139</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Editora Renovar. 2008, pág.230

<sup>140</sup> Uso indebido de información privilegiada 2016 – CVM

Es importante destacar que a través de la Ley 10.303 del 2001, fue insertado en el artículo 157 de la Ley 6.385 de 1976, el §6º, que determina que los administradores de la compañía abierta deberán informar inmediatamente, a la CVM y a las bolsas de valores o entidades del mercado, en las cuales los valores mobiliarios de emisión de la compañía estén admitidos a la negociación, las modificaciones en sus posiciones accionarias en la compañía en que ejercen actividad profesional. Lo anterior es otra forma de prevención a la práctica del insider trading en Brasil.

Por último, la Ley 10.303 añadió el §4 al artículo 155 de la Ley 6.385 de 1976, que prohíbe la utilización de información relevante aún no divulgada, por cualquier persona que haya tenido acceso a ella, con el fin de obtener ventaja, para usted o para otro, en el mercado de valores mobiliarios.

En el 2002, la ICVM 358/02 trae cambios en la reglamentación relacionada con la divulgación y uso de informaciones relevantes en el mercado de capitales, detallando las ya citadas Leyes 6.404 / 76 y 6.385 / 76. En el artículo 13 se regula la prohibición a las personas vinculadas a la compañía, en cuanto al uso indebido de información privilegiada en los siguientes términos:

"Art. 13. Antes de la divulgación al mercado de acto o hecho relevante ocurrido en los negocios de la compañía, está prohibida la negociación con valores mobiliarios de su emisión, o a ellos referenciados, por la propia compañía abierta, por los accionistas controladores, directos o indirectos, directores, miembros del consejo de administración, del consejo fiscal y de cualquier órgano con funciones técnicas o consultivas, creado por disposición estatutaria, o por quien, en virtud de su cargo, función o posición en la compañía abierta, su controladora, sus controladas o coligadas, tenga conocimiento de la información relativa al acto o hecho relevante"

En el 2003, se publica la ICVM 400, que establece el artículo 48 para evitar que las personas implicadas en la viabilidad de la oferta pública utilicen indebidamente la información privilegiada a la que tienen acceso. Disponiendo lo siguiente:

"Art. 48. La emisora, el oferente, las Instituciones Intermediarias, estas últimas desde la contratación, involucradas en una oferta pública de distribución,

decidida o proyectada, y las personas que con éstos estén trabajando o asesorándolas de cualquier forma, deberán, sin perjuicio de la divulgación Por la emisora de las informaciones periódicas y eventuales exigidas por la CVM:

(...)

II - abstenerse de negociar, hasta la divulgación del Anuncio de Cierre de Distribución, con valores mobiliarios del mismo emisor y especie de aquel objeto de la oferta pública, en él referenciados, convertibles o permutables, o con valores mobiliarios en los cuales el valor mobiliario El objeto de la oferta sea convertible o permutable (...).

Finalmente se resalta que en Brasil existe la clara intención de hacer que el mercado de capitales sea cada vez más eficiente en lo que se refiere a la divulgación de informaciones, para lo cual la CVM ha establecido en los últimos años, diferentes instrucciones normativas, entre las cuales se resaltan las siguientes: 480 del 2009, 481 del 2009, 488 del 2010, entre otras. Sin embargo, a pesar de la divulgación de las recientes instrucciones, las principales disposiciones normativas que combaten al insider trading continúan siendo los artículos 153, 155, 156 y 157 de la Ley de Sociedades Anónimas de 1976, así como la instrucción normativa ICVM 358 del 2002, que sufrió algunas modificaciones por las instrucciones normativas ICVM 369 del 2002 e ICVM 449 del 2007 y el artículo 27- D de la Ley de Valores Mobiliarios (Ley 6.385 / 76 )<sup>141</sup>.

**4.1.5. Reino Unido.** En el Reino Unido, las operaciones con información privilegiada se denominan “insider trading” o “insider dealing” y son ilegales desde 1980<sup>142</sup>, cuando se estableció en la Parte V de la Ley de Sociedades como delito penal en circunstancias específicas. En 1985 se constituyó la “Securities and Investments Board”, SIB, o Comisión de Valores e Inversiones, como organismo regulador y

---

<sup>141</sup> LAGE, Telder Andrade. O insider trading: o alcance da proibição do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais e a responsabilidade do insider. Dissertação (Mestrado) – Dissertação para obtenção do título de mestre, área de Concentração Direito Empresarial junto a Faculdade de Direito Milton Campos. 2011. En: <http://www.mcampos.br/u/201503/telderandradelageoinsidertradingoalcancedaproibicaodouso.pdf>

<sup>142</sup> DEFARGUES, R., El «insider trading», hoy, Bolsa de Madrid, No. 99, abril 1987, p. 12-13. Cof. RODRIGUES SASTRE, A., El delito financiero, Madrid 1934.

supervisor de los mercados financieros del Reino Unido. Su objetivo era evitar el fraude y las operaciones con información privilegiada. Las disposiciones anteriormente nombradas de 1980 se consolidaron posteriormente como “the Company Securities (Inside dealing) Act”, CSA de 1985, es decir la Ley de Valores de la Sociedad, que fue posteriormente modificada por la Ley de Servicios Financieros de 1986.

El alcance de la responsabilidad penal por el delito de información privilegiada se complementó en “the Criminal Justice Act”, CJA de 1993, o Ley de Justicia Penal de 1993, ampliando la definición de “insider”, es decir la persona que tiene información privilegiada. Esta modificación de las operaciones con información privilegiada se aprobó como resultado de la aplicación, por parte del Gobierno del Reino Unido, de la Directiva de 1990 sobre operaciones con información privilegiada de la Comunidad Europea<sup>143</sup>.

La CJA de 1993 prohibió tres tipos de conducta en ciertas circunstancias: operaciones con valores afectados por los precios basados en información privilegiada; animar a otros a negociar con valores afectados por los precios basados en información privilegiada y divulgar de forma consciente información privilegiada a otros<sup>144</sup>.

Para cometer el delito de abuso de información privilegiada, un individuo debe tener información como “insider”, que se define en el artículo 57 de la CJA 1993, de la siguiente forma:

- (1) Una persona tiene información como un insider si y sólo si –
  - (a) es, y él sabe que es, información privilegiada, y
  - (b) él la tiene, y sabe que la tiene, de una fuente interior.
- (2) Para los efectos de la subsección (1), una persona tiene información de una fuente interna si y sólo si –
  - (a) él la tiene por –

---

<sup>143</sup> BARNES, Paul. Insider dealing and market abuse: The UK’s record on enforcement. En: International Journal of Law, Crime and Justice. Septiembre, 2011, vol. 39, No. 3, p. 174-189.

<sup>144</sup> UNITED KINGDOM. Criminal Justice Act 1993. London: HMSO. Chapter 36. Part V.

- (i) ser un director, empleado o accionista de un emisor de valores;
  - o
  - (ii) tener acceso a la información en virtud de su empleo, cargo o profesión; o
- (b) la fuente directa o indirecta de su información es una persona dentro del párrafo (a)<sup>145</sup>.

Teniendo en cuenta lo anterior, se creó una distinción entre un insider primario (una persona que tiene conocimiento directo de información privilegiada) y un insider secundario (una persona que obtiene información privilegiada de una fuente interna). El artículo 57 impondría responsabilidad a los corredores o analistas como insider secundarios, si actúan de acuerdo con la "inteligencia de mercado" que saben que proviene de un insider primario.

El delito de operaciones con información privilegiada no podía aplicarse a nada hecho por un individuo que actuara en nombre de un organismo del sector público, en cumplimiento de las políticas económicas del gobierno (por ejemplo, gestionar la política monetaria mediante el ajuste de los tipos de cambio, las tasas de interés o la deuda pública o las reservas de divisas)<sup>146</sup>. El propósito de estas exclusiones era permitir que los responsables de las políticas gubernamentales tuvieran suficiente discreción para administrar la economía en el interés público.

El momento pertinente para considerar si se ha cometido o no un delito por el uso indebido de información privilegiada, es cuando se acuerda comprar o vender el valor. En ese momento, si el individuo tenía información privilegiada sobre estos valores, habrá cometido un delito.

En el Reino Unido, al igual que en la mayoría de los sistemas jurídicos, se considera información privilegiada aquella que influya en la mente de una persona que podría negociar en los valores correspondientes. Cuanto más específica y precisa sea la

---

<sup>145</sup> Ibid.

<sup>146</sup> CJA 1993 § 63(1).

información, más probable es que influya en la mente de una persona razonable. Para que la información se considere privilegiada, debe tener una cualidad que la vincula con el emisor en cuyos valores tiene lugar la negociación.

El 28 de octubre de 1997, la “SIB” cambió su nombre por ‘Financial Services Authority’ (FSA), que a partir de ese momento contó con poderes y autoridad de regulación, además de regular bancos, compañías de seguros brokers y asesores financieros, la FSA reguló el negocio hipotecario desde el 1 de octubre del 2004 y a los intermediarios generales de seguros desde el 14 de febrero del 2005<sup>147</sup>.

En el año 2000, el Parlamento del Reino Unido promulgó la “Financial Services and Markets Act”, FSMA, o Ley de Servicios Financieros y Mercados Financieros, en donde se autoriza a la FSA a hacer cumplir el delito penal de las operaciones con información privilegiada<sup>148</sup>. En la Sección 118 de la FSMA fueron creadas las siguientes tres categorías por el delito de abuso de mercado: (1) uso indebido de información privilegiada; (2) creación de impresiones falsas o engañosas; y (3) distorsión del mercado. Es importante señalar que el delito de abuso de mercado se refería no sólo a la protección de información privilegiada perteneciente a emisores de valores frente a comportamientos abusivos por parte de insiders y otros terceros, sino también a conductas que pudieran socavar la confianza del mercado. El delito de abuso de mercado se diseñó para aumentar la confianza del mercado y la protección de los inversores, prohibiendo a cualquier persona (no solo a insiders), el mal uso de la información privilegiada. De esta manera fue posible que la autoridad reguladora controlara el mercado en su conjunto.

---

<sup>147</sup> FINANCIAL SERVICES ACT, History, Disponible en: <http://www.fsa.gov.uk/about/who/history>. Consultado el 14 de diciembre de 2015.

<sup>148</sup> FINANCIAL SERVICES AND MARKETS ACT 2000, c. 8 (Eng.), § 402 (authorizing FSA to bring insider dealing prosecutions and imposing seven year custodial sentence for insider dealing).

La FSA contaba con tres tipos de sanciones administrativas. En primer lugar, podía censurar a una persona involucrada en abuso de mercado<sup>149</sup>. En segundo lugar, podía imponer una pena "de la cantidad que considerara apropiada"<sup>150</sup>. Tercero, estaba facultada para ordenar la devolución de las ganancias de la parte infractora a la parte de donde estas derivaban, o podía ordenar la compensación de las pérdidas a las partes afectadas<sup>151</sup>. La FSA también podía solicitar al tribunal una variedad de órdenes judiciales: ordenes correctivas y de congelación de activos<sup>152</sup>, así como órdenes de restitución y compensación en el caso particular de abuso de mercado<sup>153</sup>.

La ampliación del régimen incorpora una mayor transparencia y claridad en materia de normas de conducta, pues la FSA elaboró un Código, "Code of Market Conduct", tal y como lo requiere la FSMA, que proporciona una guía para la determinación de los comportamientos que pueden ser considerados abuso del mercado<sup>154</sup>.

En el 2003, la legislación del Reino Unido también fue revisada para incorporar las disposiciones de la Directiva sobre operaciones con información privilegiada y manipulación del mercado de la UE<sup>155</sup>, pero no cambió de forma significativa, excepto para ampliar la responsabilidad de las autoridades británicas de investigar a personas en el Reino Unido relacionadas con abuso de mercado conducido en otros lugares de la UE. También se establecen las nuevas definiciones de quiénes son los "insiders", lo que constituye "información privilegiada" y en lugar de tres

---

<sup>149</sup>FSMA s 123(3).

<sup>150</sup> FSMA s 123(3).

<sup>151</sup> FSMA s 284.

<sup>152</sup> FSMA s 381.

<sup>153</sup> FSMA s 383.

<sup>154</sup> TOVAR, Nuria. "La regulación del abuso de mercado en Europa y Estados Unidos" En: Comisión Nacional de Mercado de Valores. Monografías nº1, Madrid, España, Dirección de Estudios de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2002. p.31.

<sup>155</sup> DIRECTIVE 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse) [2003] OJ L96/16.

categorías de comportamiento abusivo, se crearon siete, que proporcionan definiciones más específicas del comportamiento prohibido o restringido.

Se resalta en el Artículo 118B la nueva definición, más amplia, de "insider", como toda persona que tiene información privilegiada, entre otras cosas, "como resultado de tener acceso a la información mediante el ejercicio de su empleo, su profesión o sus funciones". El término "insider" también se aplica a cualquier persona que tenga información privilegiada como resultado de su pertenencia a los órganos administrativos, de gestión o de supervisión de un emisor de inversiones cualificadas, o como resultado de su participación en el capital de un emisor de calificación Inversiones, o como resultado de sus actividades criminales, u obtenido por otros medios y que sabe, o podría razonablemente esperar saber, es información privilegiada.

Por otro lado, la definición más amplia de la información privilegiada de la Directiva sobre abuso de mercado de la UE, reforzó las facultades de la FSA para presentar casos de abusos de mercado basados en el uso indebido de información y en información privilegiada o confidencial que es filtrada por personas con información privilegiada.

La FSA fue criticada en varios informes gubernamentales, por seguir un enfoque de regulación prudencial, por no investigar y aplicar efectivamente las normas de protección de los inversores y las reglas de abuso del mercado e información privilegiada, antes de que comenzara la crisis crediticia global en 2007. Entre 2003 y 2007, la FSA presentó sólo nueve acciones de aplicación por abuso de mercado y operaciones con información privilegiada. Sin embargo, desde que comenzó la crisis en el 2007, la FSA ha endurecido considerablemente su enfoque, emprendiendo una serie de investigaciones de alto perfil, por lo cual, ha promediado, desde 2008, quince acciones coercitivas al año en las que se han alegado abusos de mercado y ha impuesto más de 214 millones de libras esterlinas (331,4 millones de dólares) en multas civiles.

Por otro lado, en un discurso pronunciado en el 2008, el director de ejecución de la FSA explicó que la amenaza de una pena privativa de libertad era un elemento disuasorio mucho más importante que las sanciones civiles en la limpieza de los mercados del Reino Unido. Para ello, la FSA contrató más abogados con experiencia en el trabajo penal y se puso en contacto más con otros reguladores nacionales y extranjeros, realizando su primera acción penal por abuso de información privilegiada a inicios de ese mismo año. También se inició una investigación importante sobre los anillos de información privilegiada, que dio lugar a la ejecución de órdenes de allanamiento y a la detención de ocho personas<sup>156</sup>. En cuanto al delito de operaciones con información privilegiada, ha obtenido once condenas y enjuiciado otros dieciséis casos en 2012.

El enfoque de aplicación de la FSA tiene como objetivo exponer y disuadir el abuso del mercado que ha sido abundante en los mercados financieros del Reino Unido durante muchos años. Antes de 2007, muchos comerciantes de los mercados del Reino Unido eran conscientes de que los beneficios de participar en el abuso de mercado y las operaciones con información privilegiada, como transmitir información privilegiada, superaban con creces los posibles costes de ser capturados, en parte porque las penas eran bajas y la aplicación improbable. Sin embargo, después de una serie de audiencias parlamentarias que expusieron la postura pasiva de la FSA como supervisor, la FSA ha adoptado una postura más proactiva en la aplicación de la regulación prudencial y la conducta de las reglas de negocio. Como se ha comentado, esto ha dado lugar a una mayor aplicación de las leyes de abuso de mercado y de información privilegiada.

En el 2010, con la “Financial Services Act 2010”, fueron otorgadas nuevas facultades a la FSA, para sancionar a los profesionales financieros que se

---

<sup>156</sup> OUT-LAW, Insider dealing. Disponible en: <https://www.out-law.com/topics/corporate/company-law-and-corporate-governance/insider-dealing/>. Consultado el 14 de diciembre de 2016

consideren responsables de abuso del mercado u otras malas conductas. La FSA cuenta con una autoridad más amplia para prohibir la venta a corto plazo, evitando los casos de posible abuso del mercado. Además, la FSA mejora sus facultades de regulación y supervisión, a partir de estándares internacionales y la aplicación de recomendaciones de “Walker Review”, acerca de gobierno corporativo. En este mismo año también se establece la “UK Listing Authority” o “UKLA”, como parte de la FSA, encargada de hacer seguimiento de las divulgaciones del mercado, revisar y aprobar la información publicada por los emisores y garantizar el funcionamiento del régimen de cotización del Reino Unido.

En el 2012, por medio de la “Financial Services Act 2012”, se establece un nuevo marco regulatorio para el sistema y los servicios financieros del Reino Unido. El cambio más relevante es la sustitución de la FSA por dos nuevos reguladores, “Financial Conduct Authority” o “FCA” y “Prudential Conduct Authority” o “PCA” y, es decir, la Autoridad de Conducta Financiera y la Autoridad de Regulación Prudencial, respectivamente. La FCA es un organismo regulador independiente del gobierno del Reino Unido, creado para proteger a los consumidores, mejorar la integridad del mercado y promover una competencia sana y efectiva entre los proveedores de servicios financieros<sup>157</sup>. La PCA se estableció como responsable de la regulación y supervisión prudencial de los bancos, sociedades en construcción, cooperativas de crédito y ahorro, aseguradoras y las principales empresas de inversión<sup>158</sup>.

Teniendo en cuenta lo establecido en la “Financial Services Act 2012”, la FCA es el principal ejecutor del régimen de abuso de mercado del Reino Unido y de las leyes de información privilegiada, esperándose que la implementación de las sanciones

---

<sup>157</sup> FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY. Disponible en: <https://www.fca.org.uk/about>. Consultado el 2 de mayo de 2016.

<sup>158</sup> BANK OF ENGLAND. Disponible en: "[News Release – Prudential Regulation Authority: the future approach to banking supervision](#)". Consultado el 19 Agosto de 2014

continúe siendo más severa<sup>159</sup>. También se establece la UKLA como parte de la FCA.

En el ámbito penal, el Reino Unido regula el insider trading a través de la C.J.A. 1993, que establece que una persona culpable de insider trading puede ser condenada a una pena de prisión hasta de siete años<sup>160</sup>.

La regulación británica sobre difusión pública del emisor respecto a sus directivos, la encontramos en el capítulo 16 de las Listing Rules, y especialmente su apéndice conocido como el The Model Code, que regula las operaciones en valores de directores, ciertos empleados y personas relacionadas con ellos. El propósito del Model Code es asegurar que directivos, ciertos empleados y personas relacionadas con la empresa no abusan de la información privada relevante que poseen, especialmente en periodos previos a anuncios de resultados<sup>161</sup>.

### **3.2 CARACTERIZACIÓN Y COMPARACIÓN DE MARCOS LEGALES VIGENTES DEL INSIDER TRADING DE LOS PRINCIPALES MERCADOS LATINOAMERICANOS Y EL REINO UNIDO**

En esta sección se presentan los marcos legales vigentes de cada uno de los mercados estudiados, presentando las leyes, decretos, directivas, resoluciones o normas que regulan el uso de información privilegiada. La comparación se hace mediante un cuadro resumen que presenta las definiciones, obligaciones, prohibiciones, sanciones y penas criminales existente en el marco de este abuso del mercado.

---

<sup>159</sup> GOV. UK. Financial Services Bill receives Royal Assent, 2012. Disponible en: <https://www.gov.uk/government/news/financial-services-bill-receives-royal-assent> Consultado el 5 de mayo de 2016

<sup>160</sup> SECCIÓN 61 de la C.J.A 1993.

<sup>161</sup> LISTING RULES. Disponible en: <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR.pdf>. Consultado el 5 de mayo de 2016

**4.2.1. Marcos legales vigentes.** La caracterización de los marcos legales vigentes se presenta en el Anexo B. En la Tabla 4 se presenta la normatividad que rige la legislación de cada país.

Tabla 4. Normatividad vigente del insider trading

<b>País</b>	<b>Normatividad vigente del insider trading</b>
Colombia	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Ley 964 de 2005</li> <li>✓ Ley 1474 de 2011</li> <li>✓ Código Penal</li> <li>✓ Decreto 3139 de 2006</li> <li>✓ Decreto 2555 de 2010</li> </ul>
México	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Ley del Mercado de Valores (LMV), expedida el 30 de diciembre de 2005 y modificada por última vez el 10 de enero de 2014</li> </ul>
Chile	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Ley de Mercado de Valores N° 18.045 de 1981</li> <li>✓ Ley N° 20.3821 De 2009</li> </ul>
Brasil	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Ley 6.404 de 1976</li> <li>✓ Ley 6.385 de 1976,</li> <li>✓ Instrucción CVM 358 de 2002</li> <li>✓ Instrucción CVM 400 de 2003</li> </ul>
Reino Unido	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Criminal Justice Act 1993</li> <li>✓ Financial Services and Markets Act 2000</li> <li>✓ Directive 2003/6/EC</li> <li>✓ Financial Services Act 2012</li> </ul>

Se resalta que todos los países estudiados cuentan con un marco legal que rige el uso de información privilegiada, siendo el de Brasil el más antiguo y el de México el que presenta una actualización más reciente. Además, México cuenta con una legislación que se encuentra compacta en una única estancia normativa, que además es la Ley que rige todos los demás aspectos del mercado de valores. En caso contrario, la normatividad que rige el uso de información privilegiada en Colombia se encuentra contenida en diferentes estancias, tales como leyes, decretos o resoluciones, que además no siempre están estructuradas bajo los mismos lineamientos. En el caso de Chile, Brasil y el Reino Unido, se encuentran diferentes disposiciones legales alineadas y estructuradas.

**4.2.2. Comparación de marcos legales vigentes.** En la Tabla 5 se presenta la comparación de los marcos legales vigentes, referentes al uso de información privilegiada en los cinco mercados estudiados. Se observa principalmente la existencia de la prohibición del uso de información privilegiada en todos los mercados, además de su transmisión, revelación o el consejo a un tercero, haciendo uso de ésta. En el Reino Unido se especifica que esta operación no se ajusta al comportamiento habitual de un usuario regular. En México, Brasil y el Reino Unido existen excepciones a esta prohibición y concuerdan en que se puede hacer uso de esta información en el cumplimiento de las funciones de su cargo.

Por otro lado, todos los marcos legales cuentan con una definición de información privilegiada, exceptuando Brasil, en donde solo se indican algunas características. Todos concuerdan en que es información no pública que puede influir en el comportamiento del mercado de valores. Solo en el caso de Colombia se hace alusión a la información privilegiada, como información sujeta a reserva.

En todos los mercados estudiados, los emisores de valores están obligados a divulgar los hechos o actos relevantes de sus negocios, de forma inmediata al organismo supervisor, el cual se encargará de su difusión al mercado. El organismo supervisor en todos los casos es la comisión del mercado de valores. En el caso del Reino Unido existe un documento normativo estructurado que proporciona las reglas para la divulgación de información que es considerada relevante.

Las regulaciones de los cinco mercados cuentan con sanciones tanto penales como administrativas en caso de infracción. Se resalta que, para México, Brasil y el Reino Unido, las sanciones administrativas incluyen multas que podrían considerarse ilimitadas, ya que dependen del beneficio obtenido por la operación ilegal. En cambio, en Colombia y Chile, la sanción incluye una multa que tiene un límite de dinero, que no depende de la operación. Además, todos los países cuentan con una

pena de prisión por infringir esta regulación, siendo México el que tiene la pena máxima mayor (15 años) y Colombia, la menor (3 años).

Finalmente se resalta que México es el país que cuenta con un marco legal más estructurado y exigente, seguido por el Reino Unido, que además se rige por las disposiciones legales estandarizadas en la Unión Europea.

Tabla 5. Comparación de marcos legales vigentes del insider trading de Latinoamérica y el Reino Unido

Ambito	Colombia	Chile	México	Brasil	Reino Unido
<b>Definición de Información Privilegiada</b>	Sujeta a reserva, concreta, no pública, utilizada para negociar con valores.	Referida al emisor, a sus negocios, a sus valores, reservada, no divulgada, que influye en la cotización de valores.	Eventos relevantes, no revelados, influyen en precios.	No pública, confidencial y material.	Concreta, no pública, efecto significativo en precios.
<b>Prohibición</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Uso o divulgación indebida de información privilegiada.</li> <li>✓ Aconsejar la adquisición o venta de un valor en el mercado.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Uso de información privilegiada.</li> <li>✓ Adquisición de valores directa o indirectamente con información privilegiada.</li> <li>✓ Uso de información para obtener beneficio o evitar pérdidas.</li> <li>✓ Revelación de información privilegiada.</li> </ul> <p>Excepciones: Operaciones de intermediarios.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Uso o transmisión de información privilegiada.</li> <li>✓ Efectuar o instruir operaciones, directa o indirectamente.</li> </ul> <p>Excepciones: Empleo, cargo o comisión deba ser transmitida.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Realizar negocios con información privilegiada.</li> <li>✓ Revelar información a terceros (tipping).</li> </ul> <p>Excepciones: Revelación en cumplimiento de sus funciones</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Uso de información privilegiada no ajustada a comportamiento habitual de un "usuario regular".</li> <li>✓ Requerir o incitar a actuación anterior</li> </ul> <p>Excepciones: Comunicación, en el ejercicio de sus funciones.</p>
<b>Prevención</b>	Obligación de revelar al mercado información relevante de carácter legal, contable, financiero o comercial. Mediante el SIMEV.	Obligación de divulgar todo hecho o información esencial de las emisoras y de sus negocios al momento que él ocurra o llegue a su conocimiento	Obligación de presentar a la Comisión y a la bolsa información relevante, para difusión inmediata.	Obligación de divulgar actos o hechos relevantes ocurridos en los negocios de la compañía.	Obligaciones de difusión de información según las normas del mercado (Listing Rules).
<b>Organismo supervisor</b>	Superintendencia Financiera De Colombia.	Superintendencia de Valores y Seguros	Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV).	Comissão de Valores Mobiliários	Financial Conduct Authority
<b>Sanciones</b>	<p>Administrativas: ✓ Multa de 5 a 50 SMLV. ✓ Suspensión o inhabilitación hasta por 5 años.</p> <p>Penales: Pena de prisión de 1 a 3 años.</p>	<p>Administrativas: Censura. Multa a beneficio fiscal hasta por 15000 unidades de fomento.</p> <p>Penales: Pena de prisión de 61 días a 5 años.</p>	<p>Administrativas: ✓ Por operar con información, multa por el importe de una a dos veces el beneficio obtenido. Si no hay beneficio, multa entre el 10% y el 50% del importe. ✓ Por compartir información, multa de 30.000 a 100.000 días de salario.</p> <p>Penales: ✓ Por operar con información, pena de prisión de 2 a 12 años. ✓ Por compartir o recomendar, penas de 3 a 15 años.</p>	<p>Administrativas: Multa de hasta 3 veces la cantidad de ventaja injusta obtenida como resultado de crimen.</p> <p>Penales: Pena de prisión de 1 a 5 años.</p>	<p>Administrativas: Multas ilimitadas o censura pública.</p> <p>Penales: Pena de prisión hasta de 7 años.</p>

### **3.3 COMPROBACIÓN EMPÍRICA DE LA EFICIENCIA**

En esta sección, se presentan las estadísticas descriptivas y los test de significancia estadística, por medio de los cuales se evaluó el efecto de la regulación del insider trading en el comportamiento de los mercados de Colombia y Chile.

**4.3.1. Estadísticas preliminares.** En primer lugar, fueron estimadas las rentabilidades anormales para los días que conforman las ventanas pre-anuncio, anuncio y post-anuncio, de cada uno de los 85 eventos estudiados para Colombia y 202 para Chile. También se estimaron las rentabilidades anormales acumuladas por ventanas. Teniendo en cuenta que estas series de rentabilidades son los datos utilizados para la comprobación de las hipótesis planteadas, en esta sección, se presentan las principales estadísticas que describen su comportamiento.

**4.3.1.1. Colombia.** Al estimar las estadísticas básicas para el periodo completo, desde 2003 hasta 2007 (ver Tabla 6).

En la Tabla 6 se observa que: todos los días presentan medias positivas, lo que se debe a que las rentabilidades anormales fueron calculadas como valores absolutos, todas son significativas al 1% y las mayores medias se observan el día del evento y el día después de éste. También se observa que estos dos días presentan los mayores estadísticos de desviación estándar y varianza, mostrando que en estos días las rentabilidades anormales están más dispersas, lo cual también puede ser observado en el estadístico del rango, el cual es más amplio en los días cercanos al anuncio.

Adicionalmente se observan coeficientes de asimetría positivos en todos los días analizados, indicando que los datos se concentran al lado izquierdo de la media, adicionalmente los altos valores de curtosis indican que los datos están altamente concentrados en un solo punto y que la distribución tiene colas pesadas, esta característica es usual en las series financieras.

Tabla 6. Estadísticas preliminares de Colombia (2003-2007)

Día	N	Rango	Mínimo	Máximo	Media	Desviación Estándar	Varianza	Asimetría	Curtosis
-15	85	0,0699	0,000052	0,06996	0,01259***	0,015291	0,00023	2,25172	5,18331
-14	85	0,08528	0,000192	0,08547	0,01197***	0,013918	0,00019	2,63894	9,71083
-13	85	0,05161	0,000002	0,05161	0,01037***	0,010966	0,00012	1,80749	3,48987
-12	85	0,06061	0,000088	0,0607	0,01129***	0,012391	0,00015	1,79891	3,37813
-11	85	0,09751	0,000135	0,09764	0,01412***	0,017648	0,00031	2,58814	8,52666
-10	85	0,06177	0,000106	0,06187	0,01225***	0,014039	0,0002	1,88235	3,01386
-9	85	0,07807	0,000071	0,07814	0,01283***	0,013944	0,00019	2,03704	5,76498
-8	85	0,1195	0,000033	0,11953	0,01368***	0,018648	0,00035	3,23064	13,65011
-7	85	0,07285	0,000149	0,073	0,01428***	0,016086	0,00026	1,83614	3,08808
-6	85	0,07073	0,000073	0,0708	0,01030***	0,011801	0,00014	2,40404	8,03018
-5	85	0,09439	0,000127	0,09452	0,01493***	0,020648	0,00043	2,29947	4,96924
-4	85	0,08183	0,000051	0,08188	0,01245***	0,016137	0,00026	2,68266	7,89022
-3	85	0,12028	0,000037	0,12032	0,01181***	0,015966	0,00025	4,27535	25,49741
-2	85	0,13167	0,000054	0,13172	0,01308***	0,018776	0,00035	4,06599	21,37717
-1	85	0,15063	0,000191	0,15082	0,01554***	0,023012	0,00053	3,66248	16,76587
0	85	0,15471	0,000143	0,15486	0,01856***	0,025545	0,00065	2,9683	11,20037
1	85	0,18647	0,000118	0,18659	0,01989***	0,030316	0,00092	3,7759	16,8576
2	85	0,11737	0,000165	0,11753	0,01421***	0,017831	0,00032	3,19799	13,85957
3	85	0,18705	0,00006	0,18711	0,01649***	0,026340	0,00069	4,05687	21,44652
4	85	0,05319	0,000042	0,05323	0,01141***	0,009782	0,0001	1,63321	3,5607
5	85	0,07438	0,000159	0,07454	0,01084***	0,012138	0,00015	2,7804	10,07645
6	85	0,05071	0,000265	0,05098	0,01204***	0,011304	0,00013	1,55757	2,25469
7	85	0,07899	0,000126	0,07911	0,01095***	0,012059	0,00015	2,73134	11,48813
8	85	0,06647	0,000106	0,06658	0,01323***	0,015732	0,00025	1,91018	3,14867
9	85	0,07931	0,000011	0,07933	0,01310***	0,013513	0,00018	2,24705	7,08628
10	85	0,07358	0,000076	0,07366	0,01187***	0,013232	0,00018	2,45189	7,27759
11	85	0,07966	0,000238	0,0799	0,01112***	0,013371	0,00018	2,70243	9,8654
12	85	0,07956	0,000113	0,07967	0,01198***	0,013873	0,00019	2,26959	6,81285
13	85	0,16791	0,000139	0,16804	0,01235***	0,021890	0,00048	4,94506	31,39157
14	85	0,09001	0,000026	0,09004	0,01408***	0,015914	0,00025	2,44025	7,44189
15	85	0,08319	0,0001	0,08329	0,01101***	0,013941	0,00019	3,08625	11,56419

\*Significativo al 10%, \*\*Significativo al 5%, \*\*\*Significativo 1%.

También se realizó el análisis de las medias antes (2003-2005) y después (2005-2007) del cambio regulatorio que ocurrió en Colombia el día 8 de julio del 2005, cómo se presenta en la Tabla 7.

Tabla 7. Media aritmética y desviación antes y después de la Ley 964 de 2005

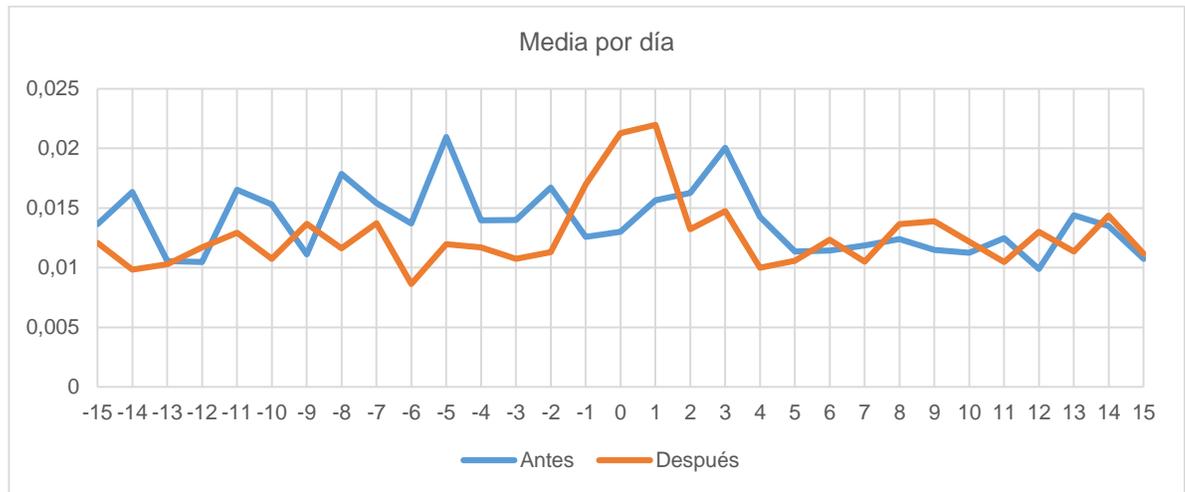
Día	Antes de la Ley			Después de la Ley		
	N	Media	Desviación estándar	N	Media	Desviación estándar
-15	28	0,01366***	0,01706	57	0,01207***	0,01448
-14	28	0,01633***	0,01833	57	0,00982***	0,0107
-13	28	0,01055***	0,00974	57	0,01028***	0,0116
-12	28	0,01047***	0,00999	57	0,01169***	0,01348
-11	28	0,01652***	0,02112	57	0,01294***	0,01574
-10	28	0,01530***	0,01713	57	0,01075***	0,01213
-9	28	0,01110***	0,00954	57	0,01368***	0,01567
-8	28	0,01785***	0,02400	57	0,01163***	0,01519
-7	28	0,01541***	0,01606	57	0,01372***	0,01621
-6	28	0,01370***	0,01229	57	0,00863***	0,01129
-5	28	0,02095***	0,02677	57	0,01197***	0,01634
-4	28	0,01396***	0,01681	57	0,01171***	0,01589
-3	28	0,01400***	0,01406	57	0,01074***	0,01684
-2	28	0,01672***	0,01859	57	0,01130***	0,01877
-1	28	0,01258***	0,01229	57	0,01699***	0,02674
0	28	0,01301***	0,01606	57	0,02128***	0,02883
1	28	0,01564***	0,01279	57	0,02198***	0,03586
2	28	0,01626***	0,01516	57	0,01321***	0,01905
3	28	0,02005***	0,03513	57	0,01475***	0,02088
4	28	0,01427***	0,01154	57	0,01001***	0,00856
5	28	0,01136***	0,01117	57	0,01058***	0,01267
6	28	0,01142***	0,01055	57	0,01235***	0,01173
7	28	0,01185***	0,01012	57	0,01050***	0,01297
8	28	0,01239***	0,01587	57	0,01364***	0,01579
9	28	0,01150***	0,01209	57	0,01389***	0,01419
10	28	0,01124***	0,01439	57	0,01218***	0,01275
11	28	0,01246***	0,01049	57	0,01046***	0,01462
12	28	0,00990***	0,00927	57	0,01300***	0,01562
13	28	0,01439**	0,03148	57	0,01135***	0,01542
14	28	0,01349***	0,01282	57	0,01437***	0,01733
15	28	0,01073***	0,01323	57	0,01116***	0,01439

\*Significativo al 10%, \*\*Significativo al 5%, \*\*\*Significativo 1%.

Teniendo en cuenta que todas las medias son significativas antes y después de la ley, se resalta que las mayores medias se reflejan días antes del evento en el periodo antes de la ley y los días alrededor el evento en el periodo después de la ley, lo que puede indicar que se generó un cambio en el comportamiento del

mercado a partir del cambio regulatorio. Tal como se puede observar en la Figura 4.

Figura 4 Media en los días cercanos a anuncios en Colombia



Por otro lado, en la Tabla 8 se presentan las estadísticas descriptivas de las rentabilidades anormales acumuladas por ventanas.

Tabla 8. Estadísticas descriptivas de rentabilidades anormales acumuladas de Colombia

Ventana	Pre-anuncio (-15, -2)	Anuncio (-1, 1)	Post-anuncio (-2, 15)
N	85	85	85
Rango	0,54630	0,30229	0,58788
Mínimo	0,03720	0,00161	0,03185
Máximo	0,58350	0,30390	0,61974
Media	0,17595***	0,05399***	0,17468***
Desviación Estándar	0,11718	0,05884	0,11579
Varianza	0,01373	0,00346	0,01341
Asimetría	1,50302	2,92905	2,01018
Curtosis	2,25226	9,76274	4,40429

\*Significativo al 10%, \*\*Significativo al 5%, \*\*\*Significativo 1%.

En la Tabla 8 se observa que la media es significativa en todas las ventanas, pero los retornos anormales son mayores en la ventana pre-anuncio, también es la ventana con la desviación más alta. Asimismo, se observa que la asimetría y

curtosis más alta se dan en la ventana anuncio, lo que quiere decir que los datos están altamente concentrados al lado izquierdo de la media.

Tabla 9 Estadísticas descriptivas de rentabilidades anormales acumuladas antes y después de la ley 964 de 2005.

	Antes de la Ley			Después de la Ley		
	<i>Pre-anuncio</i> (-15, -2)	<i>Anuncio</i> (-1, 1)	<i>Post-anuncio</i> (-2, 15)	<i>Pre-anuncio</i> (-15, -2)	<i>Anuncio</i> (-1, 1)	<i>Post-anuncio</i> (-2, 15)
N	28	28	28	57,000	57,000	57,000
Rango	0,538	0,090	0,588	0,489	0,302	0,535
Media	0,207***	0,041***	0,181***	0,161***	0,060***	0,171***
Desviación Estándar	0,143	0,024	0,113	0,100	0,069	0,118
Varianza	0,021	0,001	0,013	0,010	0,005	0,014
Asimetría	1,291	0,584	2,315	1,420	2,475	1,947
Curtosis	1,031	-0,325	7,785	2,399	6,244	3,614

\*Significativo al 10%, \*\*Significativo al 5%, \*\*\*Significativo 1%.

En la Tabla 9, cuando se analiza el periodo antes de la Ley, se encuentra que la media en las tres ventanas es significativa, siendo mayor la media de la ventana pre-anuncio. En el periodo después de la Ley también se encuentran significativas las medias de las tres ventanas, pero la que presenta mayor media es la ventana post-anuncio, lo que podría indicar un cambio en el comportamiento del mercado producto del cambio regulatorio.

**4.3.1.2. Chile.** Al estimar las estadísticas básicas del periodo completo, desde 2007 hasta 2011 (ver Tabla 10), se observa que de forma similar a lo observado en Colombia, todos los días presentan medias positivas por haber sido estimadas como valores absolutos, todas son significativas al 1% y la mayor media se presenta el día dos antes del evento, también se observa que este es el día que presenta los mayores estadísticos de desviación estándar, asimetría y curtosis. Similares estadísticos se obtienen en el día 6 antes del anuncio, lo que podría indicar en el país de Chile se presentaron fugas de información privilegiada hasta seis días antes del anuncio oficial, en el periodo de estudio.

Tabla 10. Estadísticas preliminares de Chile

	N	Rango	Mínimo	Máximo	Media	Desviación Estándar	Varianza	Asimetría	Curtosis
-15	202	0,1025	0,0000	0,1025	0,0127***	0,0138	0,0002	2,7365	11,6511
-14	202	0,0805	0,0000	0,0805	0,0106***	0,0115	0,0001	2,4356	8,6056
-13	202	0,1009	0,0001	0,1010	0,0131***	0,0165	0,0003	2,8139	9,4420
-12	202	0,2389	0,0000	0,2389	0,0129***	0,0205	0,0004	7,3104	74,1576
-11	202	0,0700	0,0002	0,0702	0,0109***	0,0112	0,0001	2,0577	5,6533
-10	202	0,1611	0,0000	0,1612	0,0134***	0,0170	0,0003	4,1840	29,1339
-9	202	0,5258	0,0000	0,5259	0,0139***	0,0376	0,0014	12,7072	173,4060
-8	202	0,1813	0,0001	0,1814	0,0126***	0,0161	0,0003	6,2009	59,8529
-7	202	0,0877	0,0000	0,0878	0,0118***	0,0129	0,0002	2,5065	8,7098
-6	202	0,2013	0,0000	0,2013	0,0130***	0,0186	0,0003	5,9973	53,2339
-5	202	0,0860	0,0001	0,0861	0,0108***	0,0120	0,0001	2,5889	9,9384
-4	202	0,1130	0,0001	0,1131	0,0119***	0,0140	0,0002	3,1947	15,5771
-3	202	0,0551	0,0000	0,0551	0,0115***	0,0117	0,0001	1,5655	2,1125
-2	202	0,9854	0,0000	0,9855	0,0167***	0,0698	0,0049	13,4319	186,8626
-1	202	0,1519	0,0001	0,1519	0,0120***	0,0163	0,0003	5,1105	37,1468
0	202	0,1431	0,0000	0,1431	0,0144***	0,0180	0,0003	3,4593	17,6357
1	202	0,1699	0,0000	0,1700	0,0144***	0,0198	0,0004	3,6754	21,2460
2	202	0,0918	0,0000	0,0919	0,0120***	0,0131	0,0002	2,4535	9,1298
3	202	0,0461	0,0000	0,0461	0,0101***	0,0099	0,0001	1,6568	2,5694
4	202	0,1363	0,0002	0,1364	0,0111***	0,0133	0,0002	4,6629	38,2724
5	202	0,0775	0,0001	0,0776	0,0112***	0,0124	0,0002	2,4784	8,2276
6	202	0,1007	0,0001	0,1008	0,0129***	0,0148	0,0002	2,9256	12,1613
7	202	0,1842	0,0001	0,1843	0,0132***	0,0180	0,0003	5,2838	42,2098
8	202	0,0933	0,0000	0,0933	0,0134***	0,0141	0,0002	2,6011	9,6720
9	202	0,0956	0,0001	0,0957	0,0119***	0,0136	0,0002	3,3171	14,9739
10	202	0,1343	0,0001	0,1345	0,0128***	0,0165	0,0003	3,4326	17,3244
11	202	0,0835	0,0001	0,0836	0,0103***	0,0109	0,0001	2,4285	9,9723
12	202	0,0908	0,0000	0,0909	0,0109***	0,0122	0,0001	2,8627	12,4089
13	202	0,0711	0,0001	0,0711	0,0101***	0,0108	0,0001	2,0705	5,9974
14	202	0,0482	0,0000	0,0482	0,0100***	0,0097	0,0001	1,4826	2,2122
15	202	0,1244	0,0000	0,1245	0,0118***	0,0160	0,0003	4,2111	22,6787

\*Significativo al 10%, \*\*Significativo al 5%, \*\*\*Significativo 1%.

También se realizó el análisis de las medias antes (2007 a 2009) y después del cambio regulatorio (2009 a 2011), el cual ocurrió el 20 de octubre de 2009 cómo se presenta en la Tabla 11.

Tabla 11. Media aritmética y desviación antes y después de la Ley 20.382

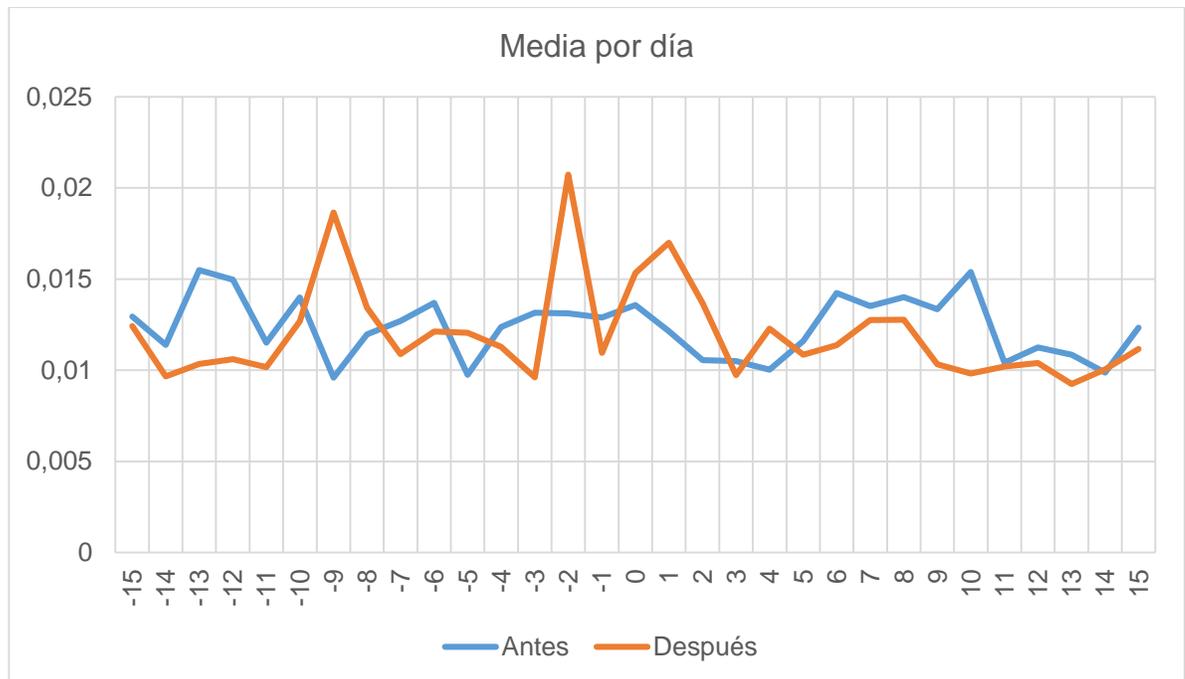
Día	Antes de la Ley			Después de la Ley		
	N	Media	Desviación típica	N	Media	Desviación típica
-15	107	0,01294***	0,01589	95	0,01243***	0,01112
-14	107	0,01139***	0,01222	95	0,00967***	0,01067
-13	107	0,01548***	0,02029	95	0,01035***	0,01035
-12	107	0,01496***	0,02589	95	0,01061***	0,01167
-11	107	0,01152***	0,01134	95	0,01018***	0,01106
-10	107	0,01400***	0,01914	95	0,01268***	0,01439
-9	107	0,00959***	0,00836	95	0,01865***	0,05384
-8	107	0,01196***	0,01086	95	0,01342***	0,02052
-7	107	0,01270***	0,01343	95	0,01088***	0,01226
-6	107	0,01369***	0,02364	95	0,01212***	0,01045
-5	107	0,00975***	0,01275	95	0,01206***	0,01112
-4	107	0,01236***	0,01696	95	0,01128***	0,00966
-3	107	0,01316***	0,01328	95	0,00961***	0,00935
-2	107	0,01311***	0,01516	95	0,02073***	0,10068
-1	107	0,01290***	0,01567	95	0,01096***	0,01707
0	107	0,01357***	0,01514	95	0,01534***	0,02078
1	107	0,01214***	0,01533	95	0,01700***	0,02367
2	107	0,01056***	0,01353	95	0,01367***	0,01240
3	107	0,01051***	0,01018	95	0,00973***	0,00972
4	107	0,01003***	0,01014	95	0,01228***	0,01619
5	107	0,01160***	0,01310	95	0,01085***	0,01163
6	107	0,01424***	0,01578	95	0,01138***	0,01350
7	107	0,01353***	0,01605	95	0,01274***	0,02003
8	107	0,01401***	0,01545	95	0,01277***	0,01235
9	107	0,01335***	0,01543	95	0,01032***	0,01118
10	107	0,01539***	0,01880	95	0,00983***	0,01289
11	107	0,01041***	0,01177	95	0,01021***	0,00991
12	107	0,01126***	0,01433	95	0,01040***	0,00930
13	107	0,01086***	0,01095	95	0,00925***	0,01069
14	107	0,00988***	0,01018	95	0,01005***	0,00924
15	107	0,01234***	0,01686	95	0,01116***	0,01493

\*Significativo al 10%, \*\*Significativo al 5%, \*\*\*Significativo 1%.

Analizando la Tabla 11, se encuentran resultados similares a los hallados en el mismo análisis en Colombia, todas las medias son significativas todas las medias son significativas antes y después de la ley, las mayores medias se presentan días

antes del evento en el periodo antes de la ley y los días alrededor el evento en el periodo después de la ley, lo que podría indicar un cambio en el comportamiento del mercado a partir del cambio regulatorio. Tal como se puede observar en la Figura 5.

Figura 5 Media en los días cercanos a anuncios en Chile



Por otro lado, en la Tabla 12 se presentan las estadísticas descriptivas de las rentabilidades anormales acumuladas por ventanas.

Adicionalmente, en la Tabla 12 se presenta el análisis del periodo de estudio completo, dentro del cual se encuentran que todas las medias son diferentes de cero, usando un 5% de significancia. Para caracterizar el comportamiento de los datos, se busca la mayor media, la cual se ubica en la ventana pre-anuncio, lo mismo ocurre con los otros estadísticos tales como desviación estándar, asimetría y curtosis.

Tabla 12. Estadísticas descriptivas de rentabilidades anormales acumuladas de Chile

	<b>Pre-anuncio (-15, -2)</b>	<b>Anuncio (-1, 1)</b>	<b>Post-anuncio (-2, 15)</b>
N	202	202	202
Rango	1,90999	0,46450	0,76832
Mínimo	0,03192	0,00052	0,04737
Máximo	1,94191	0,46503	0,81569
Media	0,17571***	0,04082***	0,16169***
Desviación Estándar.	0,15446	0,04061	0,08887
Varianza	0,02386	0,00165	0,00790
Asimetría	7,92448	6,18180	2,94301
Curtosis	86,00064	59,42372	15,66116

\*Significativo al 10%, \*\*Significativo al 5%, \*\*\*Significativo 1%.

Tabla 13. Estadísticas descriptivas de rentabilidades anormales acumuladas antes y después de la ley 20.382

	<b>Antes de Ley</b>			<b>Después de Ley</b>		
	<i>Pre-anuncio (-15, -2)</i>	<i>Anuncio (-1, 1)</i>	<i>Post-anuncio (-2, 15)</i>	<i>Pre-anuncio (-15, -2)</i>	<i>Anuncio (-1, 1)</i>	<i>Post-anuncio (-2, 15)</i>
N	107	107	107	95,000	95,000	95,000
Rango	0,716	0,132	0,463	1,910	0,465	0,768
Media	0,177***	0,039***	0,168***	0,175***	0,043***	0,155***
Desviación Estándar	0,105	0,027	0,085	0,197	0,052	0,093
Varianza	0,011	0,001	0,007	0,039	0,003	0,009
Asimetría	2,336	1,282	1,648	7,921	6,066	4,197
Curtosis	8,933	2,147	3,851	70,980	46,740	27,113

\*Significativo al 10%, \*\*Significativo al 5%, \*\*\*Significativo 1%.

En la Tabla 13 se analizan los periodos antes y después del cambio de la ley, y se encuentra que los estadísticos de media, desviación estándar, varianza, asimetría y curtosis, son mayores en la ventana pre-anuncio, para ambos periodos de estudio, lo que podría indicar que el cambio regulatorio no causó tanto impacto como se esperaría, o al menos no generó cambios en los retornos anormales de Chile.

**4.3.2. Test de significancia estadística.** En primer lugar, se realizó el test de igualdad de varianzas mediante la prueba de Levene para analizar si las varianzas son iguales o no, después se realiza la prueba t para muestras independientes

asumiendo varianzas iguales y desiguales según los resultados del test de Levene, este test contrasta la hipótesis de igualdad de medias entre las rentabilidades anormales diarias obtenidas antes de la Ley y las obtenidas después de ésta.

**4.3.2.1. Colombia.** En primer lugar, se comparan las medias antes y después del cambio regulatorio para cada día cercano al anuncio (ver Tabla 14).

Tabla 14. Prueba T para igualdad de medias en Colombia

Día	Varianzas*	Prueba T para la igualdad de medias					
		t	gl	Sig. (bilateral)	Diferencia de medias	95% Intervalo de confianza para la diferencia	
						Inferior	Superior
-15	Igual	0,446	83	66%	0,00158	-0,00547	0,00863
-14	Desigual	1,738	36,3	9%	0,0065	-0,00108	0,01409
-13	Igual	0,1083	83	91%	0,00028	-0,00479	0,00534
-12	Igual	-0,4256	83	67%	-0,00122	-0,00694	0,00449
-11	Igual	0,8788	83	38%	0,00358	-0,00453	0,0117
-10	Igual	1,4141	83	16%	0,00455	-0,00185	0,01096
-9	Igual	-0,799	83	43%	-0,00258	-0,00899	0,00384
-8	Igual	1,4547	83	15%	0,00622	-0,00228	0,01472
-7	Igual	0,4527	83	65%	0,00169	-0,00573	0,00911
-6	Igual	1,8934	83	6%	0,00508	-0,00026	0,01041
-5	Desigual	1,6311	37,18	11%	0,00898	-0,00217	0,02012
-4	Igual	0,6036	83	55%	0,00226	-0,00518	0,00969
-3	Igual	0,8851	83	38%	0,00327	-0,00407	0,0106
-2	Igual	1,2547	83	21%	0,00542	-0,00317	0,01401
-1	Igual	-0,8287	83	41%	-0,00441	-0,01499	0,00617
0	Igual	-1,4115	83	16%	-0,00827	-0,01993	0,00338
1	Igual	-0,9047	83	37%	-0,00634	-0,02027	0,00759
2	Igual	0,7403	83	46%	0,00305	-0,00515	0,01126
3	Igual	0,8704	83	39%	0,0053	-0,00681	0,01741
4	Igual	1,9191	83	6%	0,00426	-0,00016	0,00869
5	Igual	0,2793	83	78%	0,00079	-0,00482	0,00639
6	Igual	-0,3519	83	73%	-0,00092	-0,00614	0,00429
7	Igual	0,4818	83	63%	0,00135	-0,00421	0,00691
8	Igual	-0,3431	83	73%	-0,00125	-0,00851	0,00601
9	Igual	-0,7645	83	45%	-0,00239	-0,00861	0,00383
10	Igual	-0,3059	83	76%	-0,00094	-0,00705	0,00517
11	Igual	0,6446	83	52%	0,002	-0,00416	0,00815
12	Igual	-0,9669	83	34%	-0,0031	-0,00947	0,00327
13	Igual	0,6	83	55%	0,00304	-0,00704	0,01313
14	Igual	-0,2365	83	81%	-0,00087	-0,00822	0,00647
15	Igual	-0,1328	83	89%	-0,00043	-0,00687	0,00601

\* Prueba de Levene para igualdad de varianzas

Se observa que se rechaza la hipótesis nula al 10% de significancia, para los días 14 y 6 antes del anuncio y para el día 4 después del anuncio. Para los tres casos la diferencia de medias es positiva, lo que indica que la reacción del mercado fue mayor antes de la ley en estos días de la ventana del evento.

Después se realizan los mismos test, pero esta vez con las rentabilidades anormales acumuladas, estimadas para cada ventana del evento (ver Tabla 15).

Tabla 15. Prueba T para igualdad de medias de rentabilidades anormales acumuladas

Ventana	Varianzas*	Prueba T para la igualdad de medias					
		t	gl	Sig. (bilateral)	Diferencia de medias	95% Intervalo de confianza para la diferencia	
						Inferior	Superior
Pre-anuncio (-15, -2)	Desiguales	1,51206	40,30801	14%	0,04560	-0,01534	0,10654
Anuncio (-1, 1)	Desiguales	-1,85665	77,37075	7%	-0,01902	-0,03941	0,00138
Post-anuncio (-2, 15)	Iguales	0,36806	83,00000	71%	0,00989	-0,04354	0,06331

\* Prueba de Levene para igualdad de varianzas

En la Tabla 15 se observa que no se puede rechazar la hipótesis de que las medias sean iguales, en las ventanas pre-anuncio y post-anuncio, antes y después del cambio regulatorio. Sin embargo, la ventana del anuncio presenta una diferencia de medias negativa y significativa al 10%, indicando una mayor reacción del mercado al presentarse el anuncio corporativo, luego de la implementación de la ley.

**4.3.2.2. Chile.** En la Tabla 16 se analizan los días alrededor del evento antes y después del cambio regulatorio. Se observa que se rechaza la hipótesis nula al 5% de significancia para los días 23 y 3 antes del anuncio y al 10% el día del anuncio y un día después de este. En el caso de los días antes del anuncio, se aprecia una diferencia de medias positiva, es decir el mercado reaccionaba más durante estos días antes de la ley. Lo contrario ocurre para los días alrededor del anuncio, en

donde una diferencia de medias negativa indica que la reacción del mercado fue mayor en estos días después de la implementación de la ley.

Tabla 16. Prueba T para igualdad de medias en Chile

Día	Varianzas*	Prueba T para la igualdad de medias					
		t	gl	Sig. (bilateral)	Diferencia de medias	95% Intervalo de confianza para la diferencia	
						Inferior	Superior
-15	Igual	0,26189	200,0	79%	0,00051	-0,00334	0,00436
-14	Desigual	1,06901	199,9	29%	0,00172	-0,00145	0,00490
-13	Desigual	2,30426	161,6	2%	0,00514	0,00073	0,00954
-12	Desigual	1,56747	151,1	12%	0,00435	-0,00113	0,00983
-11	Igual	0,84839	200,0	40%	0,00134	-0,00178	0,00446
-10	Igual	0,54718	200,0	58%	0,00132	-0,00343	0,00606
-9	Desigual	-1,62265	98,0	11%	-0,00906	-0,02014	0,00202
-8	Desigual	-0,62248	139,0	53%	-0,00146	-0,00612	0,00319
-7	Igual	0,99862	200,0	32%	0,00182	-0,00177	0,00540
-6	Desigual	0,62392	149,6	53%	0,00158	-0,00341	0,00656
-5	Igual	-1,36537	200,0	17%	-0,00231	-0,00565	0,00103
-4	Desigual	0,56326	171,8	57%	0,00108	-0,00270	0,00486
-3	Desigual	2,21380	190,4	3%	0,00355	0,00039	0,00671
-2	Igual	-0,77329	200,0	44%	-0,00762	-0,02705	0,01181
-1	Igual	0,84312	200,0	40%	0,00194	-0,00260	0,00648
0	Igual	-0,69651	200,0	49%	-0,00177	-0,00677	0,00324
1	Igual	-1,74873	200,0	8%	-0,00486	-0,01033	0,00062
2	Igual	-1,69535	200,0	9%	-0,00311	-0,00673	0,00051
3	Igual	0,55207	200,0	58%	0,00078	-0,00199	0,00354
4	Igual	-1,19849	200,0	23%	-0,00225	-0,00596	0,00145
5	Igual	0,42756	200,0	67%	0,00075	-0,00271	0,00421
6	Igual	1,37792	200,0	17%	0,00287	-0,00124	0,00697
7	Igual	0,30756	200,0	76%	0,00078	-0,00423	0,00579
8	Igual	0,62675	200,0	53%	0,00124	-0,00267	0,00516
9	Igual	1,58021	200,0	12%	0,00303	-0,00075	0,00681
10	Desigual	2,47734	188,4	1%	0,00557	0,00113	0,01000
11	Igual	0,13169	200,0	90%	0,00020	-0,00284	0,00324
12	Igual	0,49659	200,0	62%	0,00086	-0,00254	0,00426
13	Igual	1,05476	200,0	29%	0,00161	-0,00140	0,00462
14	Igual	-0,12342	200,0	90%	-0,00017	-0,00288	0,00254
15	Igual	0,52411	200,0	60%	0,00118	-0,00326	0,00562

\* Prueba de Levene para igualdad de varianzas

Al realizar los mismos test con las rentabilidades anormales acumuladas, estimadas para cada ventana del evento (ver Tabla 17), se encuentra que no se puede

rechazar la hipótesis de que las medias sean iguales para cada ventana antes y después del cambio regulatorio, por lo cual no se podría afirmar que la regulación haya mejorado la eficiencia del mercado.

Tabla 17. Prueba T para igualdad de medias de rentabilidades anormales acumuladas

Día	Varianzas*	Prueba T para la igualdad de medias					
		t	gl	Sig. (bilateral)	Diferencia de medias	95% Intervalo de confianza para la diferencia	
						Inferior	Superior
Pre-anuncio (-15, -2)	Igual	0,08895	200	93%	0,00194	-0,04110	0,04499
Anuncio (-1, 1)	Igual	-0,81706	200	41%	-0,00468	-0,01598	0,00662
Post-anuncio (-2, 15)	Igual	1,06458	200	29%	0,01333	-0,01136	0,03803

\* Prueba de Levene para igualdad de varianzas

**4.3.3. Test de rangos.** Esta prueba no paramétrica tiene como propósito contrastar las medias de los días cercanos al evento, para saber si son significativamente diferentes de cero.

**4.3.3.1. Colombia.** Se realizó el test de rangos de Corrado, contrastando la hipótesis de igualdad de medias entre las rentabilidades anormales promedio, estimadas antes de la Ley y las obtenidas después de ésta (ver Tabla 18). Se observa que antes del cambio regulatorio, los días anteriores al evento (-8;-5;-2) tienen rentabilidades anormales promedio significativamente diferentes de cero al 95% de confianza, también se observa que los cuatro días posteriores al evento también son significativos al 95% de confianza. Mientras que al analizar el periodo posterior al cambio regulatorio se observa que el día con rentabilidades anormales más significativas es el día del evento, lo que podría haber sido una mejora ocasionada por el cambio regulatorio, sin embargo, se encuentran retornos anormales significativos en el día 6 antes del anuncio, aunque de menor

significancia que antes de la ley, lo que podría indicar que aún quedan aspectos por mejorar en la regulación.

Tabla 18. Test de rangos en Colombia

Dia	Antes		Después	
	Estadístico	P-valor	Estadístico	P-valor
-15	0,49325	17,66%	0,52140	17,41%
-14	1,46003*	6,87%	-0,57354	16,92%
-13	-0,31568	18,98%	-0,39974	18,42%
-12	0,37487	18,59%	0,64306	16,22%
-11	0,92732	12,98%	0,31864	18,96%
-10	1,30877*	8,47%	-0,35340	18,74%
-9	0,00658	19,95%	1,51786*	6,30%
-8	1,66391**	5,00%	-0,71259	15,47%
-7	1,59814*	5,56%	0,54458	17,20%
-6	1,44030*	7,07%	-1,94657**	3,00%
-5	1,72968**	4,47%	0,02897	19,94%
-4	0,90759	13,21%	-0,18539	19,61%
-3	1,05885	11,39%	-0,96170	12,56%
-2	2,64384***	0,61%	-0,99067	12,21%
-1	0,62479	16,41%	1,42517*	7,22%
0	0,23676	19,40%	3,37175***	0,07%
1	2,98583***	0,23%	2,06244**	2,38%
2	1,77571**	4,12%	0,40554	18,37%
3	1,95328**	2,96%	1,16447	10,13%
4	1,82175**	3,80%	0,49823	17,62%
5	0,88128	13,53%	-0,41712	18,29%
6	1,11147	10,76%	1,00225	12,07%
7	0,84840	13,92%	-0,17959	19,63%
8	0,70371	15,57%	1,29192*	8,66%
9	0,14469	19,74%	2,11458**	2,13%
10	-0,61163	16,54%	1,14709	10,33%
11	1,18381*	9,90%	-1,40200*	7,47%
12	-0,74317	15,13%	0,67203	15,92%
13	-0,21703	19,48%	-0,17380	19,65%
14	1,11147	10,76%	1,62215*	5,35%
15	-0,19072	19,59%	-0,86901	13,67%

\*Significativo al 10%, \*\*Significativo al 5%, \*\*\*Significativo 1%.

**4.3.3.2. Chile.** Por medio del test de Corrado se contrasta la hipótesis de que las rentabilidades anormales promedio son iguales a cero, esta estimación se hace para los datos antes de la Ley y los obtenidos después de esta (ver Tabla 19).

Tabla 19. Test de rangos en Chile

Dia	Antes		Después	
	Estadístico	P-valor	Estadístico	P-valor
-15	0,63966	16,26%	1,52964	6,19%
-14	0,12793	19,78%	-0,08723	19,87%
-13	1,70851**	4,63%	0,52027	17,42%
-12	1,21742*	9,51%	-0,49846	17,62%
-11	-0,03301	19,94%	-0,40811	18,35%
-10	0,75108	15,04%	0,76638	14,87%
-9	-1,25456*	9,08%	1,22122*	9,46%
-8	0,70569	15,55%	0,91592	13,11%
-7	1,31646*	8,39%	-0,15888	19,70%
-6	-0,48697	17,72%	1,88791**	3,36%
-5	-2,19960**	1,78%	1,38633*	7,63%
-4	-1,34122*	8,11%	1,04676	11,53%
-3	1,16377	10,13%	-0,85049	13,89%
-2	1,14726	10,33%	0,26481	19,26%
-1	0,74283	15,14%	-0,39254	18,47%
0	1,03996	11,62%	2,30225**	1,41%
1	0,14857	19,73%	3,11224***	0,16%
2	-0,98219	12,31%	2,52033***	0,83%
3	-1,08536	11,07%	-0,34580	18,79%
4	-0,67680	15,86%	0,80376	14,44%
5	-0,24348	19,36%	-0,18381	19,61%
6	1,72089**	4,54%	0,30219	19,06%
7	0,59839	16,68%	0,73522	15,22%
8	1,18027	9,94%	1,48291*	6,64%
9	1,88184**	3,40%	-0,02492	19,94%
10	2,25325**	1,58%	-1,34584*	8,06%
11	-1,00695	12,01%	0,29284	19,11%
12	-0,98631	12,26%	0,45173	18,01%
13	0,07016	19,90%	-1,21499*	9,54%
14	-0,86251	13,75%	-0,50780	17,53%
15	0,16507	19,68%	-0,24923	19,34%

\*Significativo al 10%, \*\*Significativo al 5%, \*\*\*Significativo 1%.

En la Tabla 19 se observa que antes del cambio regulatorio, los días anteriores al evento (-13;-5) tienen rentabilidades anormales promedio significativamente diferentes de cero al 95% de confianza, también se observa que en los días del anuncio e inmediatamente posteriores, no hay retornos anormales significativos al 95% de confianza, estos ocurren en los días 6,9 y 10 después del evento. Mientras que al analizar el periodo posterior al cambio regulatorio se observa que siguen existiendo rentabilidades anormales antes del evento, pero también se presentan las rentabilidades anormales más significativas el día del anuncio y los dos días siguientes, indicando que el cambio en la ley pudo haber ocasionado un cambio positivo en el comportamiento del mercado, aunque no el suficiente para lograr la eficiencia informacional, según la cual no deberían haber retornos anormales en los días anteriores al anuncio oficial.

## **4 DISCUSIÓN DE RESULTADOS**

### **4.1 CARACTERIZACIÓN Y COMPARACIÓN DE MARCOS LEGALES**

De los resultados obtenidos en la primera fase de esta investigación, es decir la revisión de la evolución histórica de la regulación referente al uso de información privilegiada, se destaca que ninguno de los cinco países estudiados contaba con la prohibición de este tipo de abuso desde el origen de la regulación de sus mercados. Aunque las primeras regulaciones del insider trading en el mundo surgieron después de la crisis de 1929, cómo fue el caso de Estados Unidos, no fue sino hasta 1976 que se estableció esta prohibición en Latinoamérica, siendo Brasil el mercado pionero, seguido de Chile (1981) y México (1983) y finalmente Colombia en 1990. En el Reino Unido se instauró esta restricción en 1980.

Después de contar con la prohibición del insider trading, se identifica que los cambios regulatorios más relevantes de esta medida comienzan a darse a partir del nuevo milenio. En el 2000, en el Reino Unido se autoriza a la FSA a hacer cumplir el delito penal de las operaciones con información privilegiada. También en el 2001, coincide que, tanto en el mercado mexicano como en el brasilero, se realizaron reformas significativas a la regulación, aumentando las multas y sanciones penales por el uso indebido de información privilegiada.

En el caso de Colombia, fue hasta el año 2005, cuando se decretó la ley marco del mercado de valores (Ley 964 de 2005), que se instauraron nuevas disposiciones referentes al uso de información privilegiada. Algunos cambios pertinentes en la regulación fueron: la unificación de la regulación aplicable a todos los intermediarios del mercado, la extensión del modelo de autorregulación, el aumento de la supervisión y la adopción de un nuevo régimen de infracciones y sanciones. Aunque sobresale el hecho que la sanción administrativa contemplada antes de esta ley fue severamente limitada, por lo que ahora resultaba más rentable incurrir en la

conducta prohibida y asumir la sanción, teniendo en cuenta el beneficio económico que se podría obtener al utilizar la información privilegiada.

En Chile, se identifica que el mayor cambio regulatorio en el marco de la prohibición del insider trading, se establece en el 2009 con la Ley 20.382, perfeccionando las normas que regulan los gobiernos corporativos de las empresas, en la búsqueda de aumentar el flujo de información y permitir a los inversores, accionistas y a la SVS, una mejor supervisión y evaluación de la empresa emisora. Entre las modificaciones más importantes están: la prohibición de enajenar los valores cuando se posea información privilegiada, la restricción de las operaciones que pueden hacer los intermediarios del mercado y el incremento de la autorregulación como medida que garantiza la eficiencia del mercado.

Por otro lado, al realizar la comparación de los marcos legales vigentes de los países estudiados, se observó que los mercados que cuentan con una regulación más rígida son México y el Reino Unido. En cambio, Colombia cuenta con sanciones más flexibles y un marco regulatorio menos estructurado, lo que coincide con los hallazgos obtenidos por Oviedo<sup>162</sup> en su investigación publicada a mediados de este año, quien advierte que por lo menos desde el punto de vista formal, la regulación sobre información privilegiada en Colombia es dispersa, lo que constituye un obstáculo para su desarrollo y efectiva puesta en práctica. Un ejemplo de lo anterior es que en la regulación colombiana coexisten en este momento tres definiciones de uso de información privilegiada, impidiendo una aplicación consistente de medidas en contra de posibles infracciones y la creación de una jurisprudencia uniforme.

Hasta este punto, teniendo conocimiento del nivel de exigencia de los marcos legales referentes al uso de información privilegiada a través del tiempo y los

---

<sup>162</sup> PRIETO DEL PINO, Ana M. Uso de información privilegiada en el mercado de valores. Boletín de Información del Ministerio de Justicia, 2006, vol. 60, no 2015, p. 168-180.

vigentes, se podría intuir si estos han tenido un efecto en el comportamiento de los mercados, reflejados en su eficiencia, en la forma fuerte. En los mercados latinoamericanos, se observa que México ha mejorado gradualmente su legislación, logrando una ley acorde con los estándares internacionales, lo que se ha visto reflejado en la obtención de un mercado ligeramente más limpio a través del tiempo. Lo anterior se puede corroborar, ya que el estudio desarrollado por Bhattacharya et al.<sup>163</sup> en México en el periodo de 1994 a 1997, indica que en esta época el mercado tenía un comportamiento ineficiente informacionalmente en su forma fuerte, comparado con los hallazgos de Valles<sup>164</sup>, quien evaluó el comportamiento de la reacción de los precios ante anuncios corporativos antes y después de los cambios regulatorio realizados en el año 2001 y en el año 2005, obteniendo que en el periodo de 1999 – 2008 no existe un uso generalizado de información privilegiada, es decir el mercado es más limpio.

Por otro lado, estudios como el de Del Brio y Tobar<sup>165</sup> y el de Ali y Gregoriou<sup>166</sup>, fueron desarrollados en el Reino Unido para evaluar la eficiencia del mercado en su forma fuerte, analizando si mejora la conducta de los inversores con respecto al uso de información privilegiada ante la existencia de una regulación más rígida. En sus hallazgos evidencian que, a pesar de la existencia de marcos legales exigentes, continúan presentándose operaciones con insider trading, ya que su implementación no es eficiente y es necesario contar con mercados de valores más autorregulados y con una regulación complementada desde el interior de las empresas mediante el funcionamiento de gobiernos corporativos.

---

<sup>163</sup> BHATTACHARYA, Utpal, et al. When an event is not an event: the curious case of an emerging market. *Journal of Financial Economics*, 2000, vol. 55, no 1, p. 69-101.

<sup>164</sup> VALLES. Óp. Cit.

<sup>165</sup> DEL BRÍO Y TOBAR. Óp. Cit.

<sup>166</sup> ALI, Paul U.; GREGORIOU, Greg N. (ed.). *Insider trading: global developments and analysis*. CRC Press, 2008.

Teniendo en cuenta lo anterior, mediante el análisis cualitativo aún no es posible corroborar si los diferentes niveles de exigencia existentes en cada país ocasionan efectos en el comportamiento de los mercados, específicamente en su eficiencia. Sin embargo, se presenta un indicio de que, en los mercados más desarrollados, el efecto de regulaciones más rígidas va más allá de su existencia, en cambio en mercados emergentes la presencia de regulaciones más estructuradas y exigentes sí podrían generar efectos positivos en el mercado.

#### **4.2 COMPROBACIÓN EMPÍRICA DE LA EFICIENCIA**

La comprobación empírica se realizó en la presente investigación para los mercados de valores de Colombia y Chile. Antes de contrastar las hipótesis planteadas, se estimaron las estadísticas descriptivas de las rentabilidades anormales, encontrando que en ambos mercados se tiene una media significativa para todos los días de la ventana del evento cuando se analiza el periodo de estudio completo. Lo anterior indica que las fechas de los eventos estudiados se eligieron correctamente para los dos mercados. Además, las mayores medias se aprecian en Colombia el día del evento y el día después de éste, en cambio para Chile se encuentran dos días antes del evento. La razón por la cual las rentabilidades anormales diarias promedio son significativas en todos los días estudiados puede ser porque el comportamiento de las acciones en ambos países no está siendo explicado por el de su mercado, que en este caso fue medido con los principales índices bursátiles de cada uno.

Seguidamente al realizar el análisis de medias por periodos de tiempo, es decir, un periodo antes y otro después de la ley implementada en cada mercado, se observa que las rentabilidades promedio diarias continúan siendo significativas en todos los días de la ventana del evento y que en ambos casos las mayores rentabilidades se identifican los días antes del anuncio, para el periodo antes de la ley y los días alrededor del anuncio, para el periodo después de la ley. Lo anterior indica que a lo mejor la implementación de las nuevas regulaciones en cada mercado ocasionó

variaciones en su comportamiento, haciéndolo aparentemente más limpio, ya que no se está haciendo uso de información privilegiada de una manera acentuada y se está generando una mayor reacción ante la presencia de anuncios corporativos, lo que debe ocurrir en mercados eficientes informacionalmente. Sin embargo, al realizar el mismo análisis con las rentabilidades anormales acumuladas por ventanas, se observa que esta variación se acentúa solo en el mercado colombiano, ya que para el caso de Chile se siguen obteniendo rentabilidades anormales superiores en la ventana pre-anuncio, antes y después de la ley.

Posteriormente, al realizar los test de significancia, mediante pruebas paramétricas, se observa que en ambos mercados existen días en que hubo variaciones significativas en las rentabilidades anormales, es decir se rechaza la hipótesis de que las medias son iguales. Se encuentra que estas medias son positivas en los días ubicados antes del anuncio, es decir que, en ambos mercados, la reacción fue menor después de la implementación de la ley, indicando la posible disminución del uso de información privilegiada. Además, para el caso de Chile se aprecia una diferencia negativa significativa durante los días del anuncio, afirmando que el mercado reacciona más el día del anuncio, después del cambio regulatorio.

Al realizar los mismos análisis con las rentabilidades anormales acumuladas por ventanas, solo se observa una variación significativa al 10% para la ventana del anuncio en el mercado colombiano. Es decir, aunque aparentemente existen variaciones en el comportamiento del mercado luego de los cambios regulatorios, no se puede afirmar que estos mejoraron la eficiencia del mercado.

Finalmente, al realizar el test de Corrado, que es una prueba no paramétrica, se encuentra que para ambos mercados varía significativamente la reacción del mercado los días alrededor del evento, luego de la implementación de las leyes, lo que indica que el mercado tiene un comportamiento más limpio. También se observa que, para el caso de Colombia, existen comportamientos anormales significativos en la ventana preanuncio, antes de la ley, que desaparecen luego de

su implementación. También se observa tanto para Chile como para Colombia, que existían reacciones anormales significativas en varios días de la ventana pre-anuncio, antes de la ley, las cuales disminuyeron después del cambio en la regulación. Lo anterior puede indicar que, aunque se observa que la regulación tuvo un efecto positivo en la eficiencia fuerte para el caso de los dos mercados, aun quedan aspectos por mejorar en el mercado. La mayoría de estudios previos están de acuerdo en que el mayor problema se encuentra en la ausencia de supervisión eficiente e implementación efectiva de las sanciones establecidas en la regulación.

Al comparar los resultados de las pruebas paramétricas con respecto a los de la prueba no paramétrica, es posible corroborar que mediante la segunda se obtienen hallazgos más contundentes, tal como lo indica la literatura. Los hallazgos corroboraron la hipótesis planteada, es decir que, en promedio, los movimientos atípicos antes del evento disminuyeron después de los cambios en la regulación orientados a reforzar la prohibición del uso de información privilegiada.

## 5 CONCLUSIONES

A partir de la revisión de la evolución histórica de la normatividad referente al uso de información privilegiada, se encuentra que este tipo de regulación no se estableció desde el origen de cada uno de los mercados de valores de Colombia, Chile, México, Brasil y el Reino Unido, pero actualmente los cinco países cuentan con la prohibición de esta conducta abusiva. Se destaca que Brasil fue el primero en implementar esta prohibición en 1976 y Colombia el último en 1990.

A través de la historia en los cinco mercados estudiados se han realizado modificaciones estructurales a sus legislaciones referentes al uso de información privilegiada. Sobresale que en todos los casos se ha ido incrementando gradualmente la exigencia de la regulación, mediante la instauración de sanciones administrativas y penales más severas, la implementación de modelos de autorregulación y la restricción de operaciones para directivos e intermediarios del mercado. También se evidencia que los mayores cambios fueron establecidos a partir de la creación de una ley en cada mercado.

Entre los países latinoamericanos estudiados se encuentra que el mercado, que cuenta con un marco legal más exigente, principalmente por tener sanciones más severas, es México y el que tiene una legislación menos estructurada; y estricta es Colombia. Por su parte, el Reino Unido también presenta una regulación estructurada, siendo más severa que la de Brasil, Chile y Colombia, pero más flexible que la de México.

A partir del análisis de los resultados obtenidos en la comparación de los marcos regulatorios y lo que se evidencia en la revisión de la literatura realizada, es posible inferir que en los mercados más desarrollados, como el Reino Unido, no es suficiente una regulación exigente para obtener un efecto positivo en el mercado, si no que se requiere de la instauración de gobiernos corporativos. En cambio, en mercados emergentes, como es el caso de México, la presencia de regulaciones más estructuradas y exigentes puede generar efectos positivos en el mercado.

En el estudio empírico de la investigación, al estimar las rentabilidades anormales diarias en el periodo completo de estudio, se encuentra que, para el caso de Colombia, las mayores medias se observan el día del evento y el día después del evento, con lo que se puede afirmar que la definición de las fechas de los eventos fue correcta. Lo anterior difiere un poco en el caso de Chile, ya que las mayores medias se aprecian dos días antes del evento, existiendo un leve desfase en la publicación del anuncio corporativo.

Al realizar los análisis con las estadísticas preliminares, se observaron variaciones positivas en el comportamiento de los mercados de valores de Colombia y Chile, después de la implementación de las leyes. Pero al corroborar estos hallazgos mediante las pruebas paramétricas, solo se observan estas variaciones cuando se realiza el análisis con las rentabilidades anormales diarias y no cuando se hace con las acumuladas por ventanas de tiempo. Se puede inferir que la información privilegiada que posiblemente se estaba filtrando antes del cambio en la regulación, era incorporada en días específicos antes del anuncio corporativo oficial, por lo que no se ve reflejado en toda la ventana pre-anuncio.

Por otro lado, con la realización de la prueba no paramétrica, se confirma que los hallazgos preliminares sí tenían razón, ya que en Chile y Colombia se evidencia un cambio significativo en los días de la ventana del anuncio, después de los cambios regulatorios, indicando que el mercado ahora tiene mayor reacción cuando se presenta un anuncio corporativo, comportamiento característico de los mercados más limpios. A pesar de lo anterior, se siguen encontrando reacciones significativas antes del anuncio en el periodo después de la ley, aunque se destaca que estas han disminuido y son menos significativas que las variaciones antes de la ley.

Se concluye que, en los mercados emergentes de Colombia y Chile, la regulación tuvo un efecto positivo, acercando a estos mercados a una eficiencia en su forma fuerte, aunque no de manera contundente y significativa, ya que se siguen presentando irregularidades los días anteriores al anuncio de eventos relevantes de las compañías emisoras. Lo anterior permite inferir que no es suficiente la existencia

de regulaciones más exigentes y que posiblemente persiste el problema por la ausencia de supervisión eficiente e implementación efectiva de las sanciones establecidas en cada regulación.

## 6 LIMITACIONES Y RECOMENDACIONES

Al estimar las rentabilidades anormales diarias de Chile y Colombia, se encontró una media significativa para todos los días que conformaban la ventana del evento, es decir, que durante todo el periodo los mercados reaccionaron diferente a lo que se esperaba mediante el pronóstico. Teniendo en cuenta lo anterior, es posible que el comportamiento de las acciones en ambos países no esté siendo totalmente explicado por el de su mercado, medido mediante los principales índices bursátiles de cada uno, por lo que se recomienda para futuras investigaciones utilizar otro modelo para la estimación de rentabilidades normales, diferente al modelo del mercado.

Por otro lado, también se sugiere estudiar los casos que han sido objeto de investigación por el uso de información privilegiada en cada mercado, además aquellos que han sido sancionados con multas o penas criminales, para establecer si la implementación de estas regulaciones se ha materializado y no solo se ha quedado en documentos normativos para cada legislación. Con lo anterior se podrían establecer conclusiones más contundentes acerca del verdadero efecto que tiene la regulación bursátil en la eficiencia de los mercados de valores y establecer posibles recomendaciones a cada país.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AKERLOF, George A. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 1970. Vol. 84, no. 3, p. 488-500.

ALI, Paul U.; GREGORIOU, Greg N. (ed.). *Insider trading: global developments and analysis*. CRC Press, 2008.

ALVAREZ, José y ESCARELA, Rafael. Time-dependent correlations in electricity markets. *Energy Economics*, 2010. Vol. 32, no. 2, p. 269-277.

AN, H., GU, Y. y ZHONG, H. The study of effectiveness of U.S. financial regulation based on the financial market efficiency. *Artificial Intelligence, Management Science and Electronic Commerce (AIMSEC)*, 2nd International Conference on, 2011. ISBN 978-1-4577-0535-9, p. 843 - 846.

ARAGONÉS, José R. y MASCAREÑAS, Juan. La eficiencia y el equilibrio en los mercados de capital. *Análisis Financiero*, 1994. No. 64, p. 76-89.

BACHELIER, Louis. *Teoría de la especulación*, 1900.

BALL, Ray. Changes in Accounting Technique and Stock Prices. *Journal of Accounting Research, Empirical Research in Accounting: Selected Studies*, 1972. Vol. 10, 38 p.

BANK OF ENGLAND. Disponible en: "News Release – Prudential Regulation Authority: the future approach to banking supervision. Consultado el 19 Agosto de 2014

BARNES, Paul. Insider dealing and market abuse: The UK's record on enforcement. En: *International Journal of Law, Crime and Justice*. Septiembre, 2011, vol. 39, No. 3, p. 174-189.

BENY, Laura N. 2007. "Insider trading laws and stock markets around the world: An empirical contribution to the theoretical law and economics debate". *Journal of Corporation Law* 32 (2): 237-300.

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

BHATTACHARYA, Utpal, et al. When an event is not an event: the curious case of an emerging market. Journal of Financial Economics, 2000, vol. 55, no 1, p. 69-101.

BRIS, Arturo. 2005. "Do insider trading laws work?". European Financial Management 11 (3): 267-312.

CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas 3º Volume. São Paulo: Editora Saraiva. 2003. pág 308.

CHIANG, S.-M. y YEH, C.-P. Permanent and Transitory Components in the Chinese Stock Market: The ARJI-Trend Model. Emerging markets finance & trade : a journal of the Society for the Study of Emerging Markets - Armonk, NY : ME Sharpe, Inc, ISSN 1540-496X, ZDB-ID 20894727, 2009. Vol. 45. p. 35-55.

CHILE. MINISTERIO DE HACIENDA. Ley 18.045. (22, octubre, 1981). Diario Oficial. Santiago de Chile, 1981. Por medio de la cual, la Junta de Gobierno de la República de Chile ha dado su aprobación a un PROYECTO DE LEY.

CHILE. MINISTERIO DE HACIENDA. Ley 19.301 (19, marzo, 1994). Diario Oficial, Santiago de Chile, 1994. No. 34819. Por la que se modifican diversos cuerpos legales, relativos al mercado de valores.

CHILE. MINISTERIO DE HACIENDA. Ley 20.382 (20, octubre, 2009). Diario Oficial, Santiago de Chile, 2009. Introduce perfeccionamientos a la normativa que regula los gobiernos corporativos de las empresas.

CJA 1993 § 63(1).

COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 27. (20, febrero, 1990). por la cual se dictan normas en relación con las bolsas de valores, el mercado público de valores, los depósitos centralizados de valores y las acciones con dividendo preferencial y sin derecho de voto. Diario Oficial. Bogotá D.C., 1990. No. 23113.

COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 32. (17, mayo, 1979). Diario Oficial. Bogotá D.C., 1979. No. 35282. Por la cual se crea la Comisión Nacional de Valores y se dictan otras disposiciones.

COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 45. (18, diciembre, 1990). Diario Oficial. Bogotá D.C., 1990. No. 39.607. Por la cual se expiden normas en materia de intermediación financiera, se regula la actividad aseguradora, se conceden unas facultades y se dictan otras disposiciones.

COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 599. (24, julio, 2000). Por la cual se expide el Código Penal. Diario Oficial. Bogotá D.C., 2000. No. 44.097.

COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 964. (8, julio, 2005). Por la cual 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. Diario Oficial. Bogotá D.C., 2005. No. 45.963.

COLOMBIA. MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO, SUPERINTENDENCIA DE VALORES. Resolución 400. (22, mayo, 1995). Bogotá D.C., 1995. Por la cual se actualizan y unifican las normas expedidas por la Sala General de la Superintendencia de Valores y se integran por vía de referencia otras.

COLOMBIA. MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO, SUPERINTENDENCIA DE VALORES. Resolución 1200. (22, diciembre, 1995). Bogotá D.C., 1995. P. 2.

COLOMBIA. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA. Decreto 2555. (15, julio, 2010). Bogotá D.C., 2010. P. 226.

COLOMBIA. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA. Decreto 2739. (6, diciembre, 1991). Bogotá D.C., 1991. Por el cual se adecua la estructura de la Comisión Nacional de Valores a su nueva naturaleza de Superintendencia.

COLOMBIA. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA. Decreto 3139. (12, septiembre, 2006). Bogotá D.C., 2006. Por el cual se dictan las normas relacionadas con la organización y funcionamiento del Sistema Integral de Información del Mercado de Valores -SIMEV-, y se dictan otras disposiciones.

COMISIÓN NACIONAL BANCARIA Y DE VALORES. Fusión de la CNB y CNV. Última modificación: 18 de julio de 2014. [En línea]. (Recuperado en 24 de junio de 2017). Disponible en <http://www.cnbv.gob.mx/CNBV/Historia/Paginas/Fusi%C3%B3n-de-la-CNB-y-CNV.aspx>

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponible en: [http://www.cvm.gov.br/menu/acesso\\_informacao/institucional/sobre/cvm.html](http://www.cvm.gov.br/menu/acesso_informacao/institucional/sobre/cvm.html). Consultado el 10 de abril de 2014.

CORRADO, C.J. y Zivney, T.L. (1992): "The Specification and Power of the Sign Test in Event Study Hypothesis Tests Using Daily Stock Returns", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27, No.3, septiembre, Págs. 465-478.

CORRADO, Charles J. 1989. "A non-parametric test for abnormal security price performance in event studies". *Journal of Financial Economics* 23 (2): 385-395.

CORREIA, Felipa, JIMÉNEZ, Luis y MANUELITO, Sandra. Regulación y supervisión financiera: lecciones de la crisis para América Latina y el Caribe. *Revista CEPAL*, 2009. No. 99, p. 7-23.

COUILLARD, Michel y DAVISON, Matt. A comment on measuring the Hurst exponent of financial time series. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, 2005. Vol. 348, p. 404-418.

DEFARGUES, R., El «insider trading», hoy, *Bolsa de Madrid*, No. 99, abril 1987, p. 12-13. Cof. RODRIGUES SASTRE, A., *El delito financiero*, Madrid 1934.

DEL BRÍO, E., DE MIGUEL, A. & TOBAR, J. Efectos de la regulación bursátil sobre la eficiencia de los mercados de valores. Comparación entre España y Reino Unido.

Revista Española de Financiación y Contabilidad, 2010. Vol. XXXIX, no. 146, p. 321-342.

DICCIONARIO DE LA REAL ACADEMIA ESPAÑOLA, s.v. “información privilegiada”. Sitio Web Real Academia Española. [En línea]. Disponible en: <<http://lema.rae.es/drae/?val=informaci%C3%B3n>> Consultado el 16 de septiembre de 2014, 8:37.

DIRECTIVE 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse) [2003] OJ L96/16.

DUARTE DUARTE, Juan B. y MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, Juan. La eficiencia de los mercados de valores: una revisión. The efficiency of stock markets: a review. Análisis Financiero, 2013. Vol. 122, p. 21-35

DURNEV, Art A. y AMRITA S. Nain. 2004. “The Unanticipated Effects of Insider Trading Regulation”, William Davidson Institute Working Paper No. 695.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Editora Renovar. 2008, pág.230

FAMA, Eugene F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. Journal Of Finance, 1970. Vol. 25, No. 2, p. 383-417.

FAMA, Eugene F. Efficient Capital Markets: II. The Journal of Finance, 1991. Vol. 46, No. 5, p.1575-1617.

FAMA, Eugene F. Market Efficiency, Long-term Returns, and Behavioral Finance. Journal of Financial Economics, 1998. Vol. 49, p. 283-306.

FAMA, Eugene F. The Behavior of Stock Market Prices. The Journal of Business, 1965a. Vol. 38, No. 1, p. 34-105.

FERNANDEZ ATELA, Gonzalo. "Insider Trading: evolución, doctrina y regulación en los EE.UU. de América". Revista de Derecho Bancario y Bursátil, No. 31, 1988. Pág. 563.

FIFIELD, S. G. y JETTY, J. Further evidence on the efficiency of the Chinese stock markets: A note. Research in International Business and Finance, 2008. Vol 22, no. 3, p. 351-361.

Financial Conduct Authority. Disponible en: <https://www.fca.org.uk/about>. Consultado el 2 de mayo de 2016.

Financial Services Act, History, Disponible en: <http://www.fsa.gov.uk/about/who/history>. Consultado el 14 de diciembre de 2015.

FINANCIAL SERVICES AND MARKETS ACT 2000, c. 8 (Eng.), § 402 (authorizing FSA to bring insider dealing prosecutions and imposing seven year custodial sentence for insider dealing).

FISHMAN, Michael J. y KATHLEEN M. Hagerty. 1992. "Insider Trading and the Efficiency of Stock Prices", The RAND Journal of Economics 23(1): 106-122.

FRADIQUE-MÉNDEZ L., Carlos. Guía del mercado de valores. p. 23.

FSMA s 123(3).

FSMA s 123(3).

FSMA s 284.

FSMA s 381.

FSMA s 383.

GARCIA HERRERA, Ángela María y RENGIFO MESA, Mayra Alejandra. Gobierno Corporativo e Insider Trading. Tesis de Economía y Negocios Internacionales: Universidad ICESI. Facultad de ciencias administrativas y económicas, 2016, 30p.

GARCÍA PALOMINOS, Gonzalo, (2013), Abuso de información privilegiada, Universidad Alberto Hurtado, Revista política criminal, volumen 8, Chile.

GARCÍA PALOMINOS, Gonzalo. Modelo de protección en normas administrativas y penales que regulan el abuso de Información Privilegiada en la legislación chilena. En: Política Criminal. 2013, Vol. 8, Nº 15, Art. 2, pp. 23 - 63.

GIBSON, George Rutledge. The Stock Markets of London, Paris and New York. A Comparison. New York ; London : G.P. Putnam, 1889. 123 p.

GILBERT, Aaron; TOURANI-RAD, Alireza y WISNIEWSKI, Tomasz P. 2007. "Insiders and the Law: The Impact of Regulatory Change on Insider Trading". Management International Review 47(5): 745-766

GÓMEZ INIESTA, Diego José. La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores. McGraw-Hill, Madrid, 1997, Pág. 119.

GOV.UK. Financial Services Bill receives Royal Assent, 2012. Disponible en: <https://www.gov.uk/government/news/financial-services-bill-receives-royal-assent>  
Consultado el 5 de mayo de 2016

GROSSMAN, Sanford J. y STIGLITZ, Joseph E. On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. The American Economic Review, 1980. Vol. 70, no. 3, p. 393-408.

HARDING, Martín. Eficiencia de mercado y regulación financiera: el nuevo paradigma y una aplicación al caso chileno. Escuela de Economía y Administración. Universidad de Chile, 2011. 91p.

HERRING, Richard J. y SANTOMERO, Anthony M. What is Optimal Financial Regulation?. The Wharton Financial Institutions Center, 1999. 55 p.

HUDSON, R., DEMPSEY, M., & KEASEY, K. A note on the weak form efficiency of capital markets: The application of simple technical trading rules to UK stock prices

- 1935 to 1994. *Journal of Banking & Finance*, Elsevier, 1996. Vol. 20, no. 6, p.1121-1132.

HUNG, J.-C. Deregulation and liberalization of the Chinese stock market and the improvement of market efficiency. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 2009. Vol. 49, no. 3, p. 843-857.

IBBOTSON, Roger G. Price performance of common stock new issues. *Journal of Financial Economics*, 1975. Vol. 2, no. 3, p. 235–272.

INTERVENCIÓN SUPERINTENDENTE DE VALORES Y SEGUROS, en Actas de Formación de la Ley 19.301 de 1994, Sesión del Senado 15 Octubre de 1993, Legislatura 327<sup>a</sup>, Extraordinaria, p. 54.

JARAMILLO MORALES, Manuela. La manzana de la discordia: Indagaciones sobre la información privilegiada en los mercados bursátiles. Monografía de grado para optar por el título de abogado: Universidad EAFIT. Escuela de Derecho, 2015, 68p.

KENDALL, M.G y BRADFORD HILL A. The Analysis of Economic Time-Series-Part I: Prices. *Journal of the Royal Statistical Society. Series A (General)*, 1953. Vol. 116, no. 1, p. 11-25.

KEYNES, John Maynard. Some aspects of commodity markets, *Manchester Guardian Commercial: European Reconstruction Series*. Londres: Macmillan, 1923.

LAGE, Telder Andrade. O insider trading: o alcance da proibição do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais e a responsabilidade do insider. Dissertação (Mestrado) – Dissertação para obtenção do título de mestre, área de Concentração Direito Empresarial junto a Faculdade de Direito Milton Campos. 2011. En:

<http://www.mcampos.br/u/201503/telderandradelageoinsidertradingoalcancedaproibicaodouso.pdf>

LELAND, Hayne E. 1992. “Insider Trading: Should It Be Prohibited?”. *Journal of Political Economy* 100(4): 859-887.

LEVINE, Ross. Finance and Growth: Theory and Evidence. National Bureau of Economic Research NBER, 2004. Working Paper No. 10766, 118 p.

LISTING RULES. Disponible en: <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR.pdf>. Consultado el 5 de mayo de 2016

MALKIEL, Burton Gordon. Efficient market hypothesis. En M. M. P. Newman (Ed.), New Palgrave Dictionary of Money and Finance. Londres: Macmillan, 1992.

MANDELBROT, Benoît. Forecasts of Future Prices, Unbiased Markets, and "Martingale" Models. The Journal of Business, 1966. Vol. 39, no. 1, p. 242-255.

MANDELBROT, Benoît. New methods in statistical economics. Journal of Political Economy, 1963a. Vol. 71, p. 421-440.

MANDELBROT, Benoît. The variation of certain speculative prices. The Journal of Business, 1963b. Vol. 36, no. 4, p. 394-419.

MARSHALL, B., YOUNG, M. y ROSE, L. Candlestick technical trading strategies: Can they create value for investors? Journal of Banking & Finance, 2006. Vol. 30, no. 8, p. 2303-2323.

MÉXICO. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA. Decreto de reformas a la Ley del Mercado de Valores. (28, diciembre, 1983). Diario Oficial de la Federación. México D.F.

MÉXICO. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA. Decreto por el que se reforman, adicionan y derogan diversas disposiciones de la Ley del Mercado de Valores y de la Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores. (01, junio, 2001). Diario Oficial de la Federación. México D.F.

MÉXICO. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA. Ley del Mercado De Valores. (30, diciembre, 2005). Diario Oficial de la federación. México D.F.

MÉXICO. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA. Reforma Ley del Mercado De Valores. (10, enero, 2014). Diario Oficial de la federación. México D.F.

MÉXICO. SECRETARÍA DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO. Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores. (19, marzo, 2003). Diario Oficial de la Federación. México D.F.

MÉXICO.SECRETARÍA DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO – COMISIÓN NACIONAL BANCARIA Y DE VALORES. Circular 11-28. (04, diciembre, 1997). Dirigida a las sociedades emisoras de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y a las bolsas de valores. Diario Oficial de la Federación. México D.F.

MINSKY, Hyman P. The Financial Instability Hypothesis Capitalist Processes and The Behavior of The Economy. Charles P, Kindle Berger Financial Crises, Theory, History and Policy. Cambridge: Cambridge University Press, 1982. p. 13-38.

MONTEIRO, Nuno; ZAMAN, Qamar y LEITTERSTORF Susanne. 2007. “Updated measurement of market cleanliness”. FSA Ocassional Paper 25.

MONTOYA, A. y ROA, N. Evolución, análisis y perspectiva del mercado accionario como opción de inversión 1950-1999. Universidad de la Salle, 2001.

MOORE, Arnold B. A Statistical Analysis of Common Stock Prices. University of Chicago, 1962. 322p.

MULLIGAN, Robert y LOMBARDO, Gary. Maritime businesses: volatile stock prices and market valuation inefficiencies. The Quarterly Review of Economics and Finance, 2004. Vol. 44, no. 2, p. 321-336.

NUÑEZ PLAZA, Luisa Fernanda. La información privilegiada en el Mercado de Valores. Memoria de Prueba, U. Adolfo Ibáñez. Valparaíso, 1998. Pág. 9.

OUT-LAW, Insider dealing. Disponible en: <https://www.out-law.com/topics/corporate/company-law-and-corporate-governance/insider-dealing/>. Consultado el 14 de diciembre de 2016

PETERS, Edgard E. Fractal Market Analysis: Applying Chaos Theory to Investment and Economics, 1994. ISBN: 978-0-471-58524-4. 336 p.

PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de Capitais: Fundamentos e Técnicas. São Paulo: Editora Atlas. 2009, pag. 274/303.

POTVIN, J.-Y., SORIANO, P., & VALLÉE, M. Generating trading rules on the stock markets with genetic programming. Computers & Operations Research, 2004. Vol. 31, no. 7, p. 1033-1047.

PRATHER, Laurie y BERTIN, William. J. The implication of discount rate changes for market timing. Review of Financial Economics, 1998. Vol 7, no.1, p. 21-33.

PREVOO, Tyas y WEEL, Bas ter. 2010. "The effects of a change in market abuse regulation on stock prices and volumes: Evidence from the Amsterdam Stock Market", De Economist 158(3): 237-293.

RIED UNDURRAGA, José Miguel. Fundamentos de la prohibición del uso de la información privilegiada en Chile: Una visión crítica. En: Revista Chilena de Derecho. 2004, vol. 31 No. 3, p. 439-463.

RIVERA ANABALÓN, Karen Andrea. Fundamentos de sancionar el uso de información privilegiada en el mercado de valores. Memoria para optar al grado de licenciado en ciencias jurídicas y sociales. Universidad Austral de Chile. Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales, Escuela de Derecho. 2011, 43p.

ROBERTS, Harry. Statistical Versus Clinical Prediction of the Stock Market Unpublished manuscript. CRSP, University of Chicago, 1967.

ROJAS, Carlos y GONZALEZ, Alejandro. Mercado de Capitales en Colombia: Diagnostico y Perspectivas de su Marco Regulatorio. Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF), 2008. 29p.

SALAH ABUSLEME, Responsabilidad por uso de Información Privilegiada, cit. nota n°2, pp. 213 - 221; GUZMÁN ANRIQUE, Información Privilegiada, cit. nota n° 2, pp. 50 - 51.

SAMUELSON, Paul A. (1965). Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly. *Industrial Management Review*, 1965. p.41.

Sección 61 de la C.J.A 1993.

SHLEIFER, A., & VISHNY, R. (Mayo de 1993). Corruption. *The National Bureau of Economic Research*. Paper No. 4372. Cambridge, 22. Obtenido de Corruption: <http://www.nber.org/papers/w4372.pdf>

SOTO ZÚÑIGA, Manuel. Superintendencia de Valores y Seguros: Análisis organizacional, de los recursos humanos e incentivos. Seminario para optar al título de ingeniero comercial: Universidad de Chile. Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas, 2004, 127p.

SPENCE, Michael. Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 1973. Vol. 87, no. 3, p. 355-374.

STIGLER, George J. The Theory of Economic Regulation. *The Bell Journal of Economics and Management Science*, 1971. Vol. 2, no. 1, p. 3-21.

STIGLITZ, Joseph y ROTHSCCHILD, Michael. Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information, 1976. Vol. 90, p. 629–650.

STIGLITZ, Joseph. *Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*. W. W. Norton, 2010.

THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. (30 de noviembre de 2017). OICV-IOSCO. Obtenido de <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82-Spanish.pdf>

THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. (30 de noviembre de 2017). OICV-IOSCO. Obtenido de <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82-Spanish.pdf>

THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. (30 de noviembre de 2017). OICV-IOSCO. Obtenido de <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD155-Spanish.pdf>

THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. (9 de Mayo de 2014). OICV-IOSCO. Obtenido de <http://www.iosco.org/about/index.cfm?section=history>

THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. (9 de Mayo de 2014). OICV-IOSCO. Obtenido de <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>

TORRADO ANGARITA, Jorge. El uso indebido de información privilegiada en el mercado de valores colombiano a la luz de la experiencia estadounidense. Revista de Derecho Privado, núm. 39, 2008, pp. 3-28.

TORRADO ANGARITA, Jorge. El uso indebido de información privilegiada en el mercado de valores colombiano a la luz de la experiencia estadounidense. Revista de Derecho Privado [en línea] 2008, (Mayo-Sin mes): [Fecha de consulta: 16 de junio de 2017] Disponible en:<<http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=360033187004>> ISSN

TOVAR, Nuria. “La regulación del abuso de mercado en Europa y Estados Unidos” En: Comisión Nacional de Mercado de Valores. Monografías nº1, Madrid, España, Dirección de Estudios de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2002. p.31.

U.S. Securities and Exchange Commission. (20 de Mayo de 2014). Obtenido de The Investor's Advocate: How the SEC Protects Investors, Maintains Market Integrity, and Facilitates Capital Formation: <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml#.U4Py4PI5PT9>

UNITED KINGDOM. Criminal Justice Act 1993. London: HMSO. Chapter 36. Part V.

VALLES, Yearim. 2012. "Los cambios en la Ley del Mercado de Valores, el valor informativo de los anuncios y el uso de información privilegiada". Estudios Económicos CNBV, Vol. 1 2012.

VAYANOS, Dimitri y WOOLLEY, Paul. An institutional theory of momentum and reserval. National Bureau of Economic Research, 2008. 78 p.

VÁZQUEZ PALMA, María Fernanda. Revisión del ámbito de aplicación subjetivo y objetivo de la noción de uso de información privilegiada en Chile: Un examen de la normativa a la luz de las tendencias doctrinales y jurisprudenciales. En: Revista de Derecho. 2010, Sección: Ensayos, Año 17, No. 2, pp. 239-297.

VELÁZQUEZ TRUJILLO, Gloria Cecilia. 2009. "El impacto de anuncio de eventos en el Mercado accionario colombiano". Universidad EAFIT. Escuela de Administración y Finanzas.

WIKIPEDIA. (9 de Mayo de 2014). Obtenido de [http://es.wikipedia.org/wiki/Comisi%C3%B3n\\_Nacional\\_de\\_Valores](http://es.wikipedia.org/wiki/Comisi%C3%B3n_Nacional_de_Valores)

WORTHINGTON, Andrew y HIGGS, Helen. Tests of Random Walks and Market Efficiency in Latin American Stock Markets: An Empirical Note. School of Economics and Finance, Queensland University of Technology, 2003-1.

WORTHINGTON, Andrew y HIGGS, Helen. Weak-form Market Efficiency in European Emerging and Developed Stock Markets. School of Economics and Finance, Queensland University of Technology, 2003-2. 14 p.

WU, P.-S., HUANG, C.-M., y CHIU, C.-L. Effects of structural changes on the risk characteristics of REIT returns. *International Review of Economics & Finance*, 2011. Vol. 20, no. 4, p. 645-653.

WU, Shinong. Efficiency Analysis of China Stock Market. *Economic Research*, 1996. Vol. 4, p. 13-19.

YONG SERRANO, SAMUEL. Utilización indebida de información privilegiada como práctica que atenta contra la libre competencia. Universidad Santo Tomás De Aquino - Sede Bogotá - USTA Estado: Tesis concluida Derecho Contractual Público y Privado ,2013, *Persona orientada*: Humberto Bueno Cardona

## ANEXOS

### Anexo A Caracterización de marcos legales vigentes

<b>COLOMBIA</b>		
<b>Aspectos importantes de la regulación</b>	<b>Regulación existente</b>	<b>Descripción de la regulación</b>
<b>Definición de evento relevante y obligación de divulgar eventos relevantes al público.</b>	Decreto 3139 de 2006.	Esta norma contiene una lista de hechos concretos, de carácter contable, legal, financiero o comercial, que deben ser revelados al mercado, ya que podrían ser tenidos en cuenta por un inversionista prudente al momento de tomar una decisión de compra o venta, o de mantener sus valores, y que, razonablemente, de ser conocidos por el mercado, podrían implicar una variación considerable en la cotización de determinada acción o en el precio de determinado título. Dentro de dicha lista se destacan: las decisiones relevantes que se adopten en las asambleas generales de accionistas, la iniciación de procesos judiciales o administrativos relevantes, las reorganizaciones empresariales, la emisión de valores, bien sea en Colombia o en el exterior, los cambios en el valor nominal de las acciones, la división de acciones, los cambios en los derechos de los tenedores de los valores, las modificaciones en los plazos u otras condiciones de los títulos, la cancelación de la inscripción de los valores en bolsa y demás eventos relevantes relacionados con la emisión respectiva.
<b>Definición de información privilegiada</b>	Sí. Art. 1.1.1.1. de la Resolución 1200 de 1995	<p>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.</p> <p>En esta definición se alude a la información sujeta a reserva como privilegiada, lo cual no ocurre en el Artículo 75 de la Ley 45 de 1990. Sin embargo, en todo lo demás se repite la conducta que se quiere regular como uso indebido de información privilegiada. Teniendo en cuenta lo anterior se infiere que, toda información privilegiada está sujeta a reserva, pero no toda información sujeta a reserva es, necesariamente, privilegiada, por lo cual esta definición presenta confusión entre estos dos tipos de información.</p>
<b>Individuos que se considera que tienen información privilegiada relativa a la emisora</b>	Artículo 2.22.1.1.6 del Decreto 2555 de 2010	Accionistas, administradores, miembros del Comité Técnico de calificación, revisor fiscal y demás funcionarios de la sociedad calificadora, cuando estas personas hayan tenido acceso a información privilegiada o hayan participado de cualquier forma en el proceso de calificación.
<b>Prohibición de operar y compartir información privilegiada</b>	Ley 964 de 2005, artículo 50	Se considera una infracción al mercado de valores incumplir las normas sobre información privilegiada, o utilizar o divulgar indebidamente información sujeta a reserva.
<b>Autoridad a cargo de investigar casos por operar con información privilegiada</b>	Ley 964 de 2005	Superintendencia Financiera De Colombia.
<b>Sanciones por operar con información privilegiada</b>	Ley 964 de 2005, artículo 53	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Amonestación;</li> <li>• Multa a favor del Tesoro Nacional;</li> <li>• Suspensión o inhabilitación hasta por cinco (5) años para realizar funciones de administración, dirección o control de las entidades sometidas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia de Valores;</li> <li>• Remoción de quienes ejercen funciones de administración, dirección o control o del revisor fiscal de las entidades sometidas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia de Valores;</li> <li>• Suspensión de la inscripción en cualquiera de los registros a que se refiere la presente ley. Esta podrá imponerse de forma que prevenga la realización de todo tipo de actividades o de manera limitada para algunas de ellas. Una vez vencido el término de la suspensión se restablecerá la respectiva inscripción con todos sus efectos;</li> <li>• Cancelación de la inscripción en cualquiera de los registros a que se refiere la presente ley. En este caso, le quedará prohibido al afectado inscribirse en alguno de los registros que componen el Sistema Integral de Información del Mercado de</li> </ul>

		<p>Valores - SIMEV. La correspondiente cancelación será de uno (1) a veinte (20) años. Una vez vencido el término de la cancelación deberá surtirse nuevamente el trámite de solicitud de inscripción en el respectivo registro;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Por los defectos en que incurran las entidades sometidas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia de Valores, respecto de niveles adecuados de patrimonio y márgenes de solvencia señalados en las disposiciones vigentes, la Superintendencia de Valores impondrá una multa por el equivalente al 3.5% del defecto patrimonial que presenten durante el respectivo período de control, sin exceder, respecto de cada incumplimiento, del 1.5% del patrimonio requerido para dar cumplimiento a dichas relaciones. Por los defectos o excesos respecto de los límites a la posición propia en moneda extranjera se impondrá una sanción pecuniaria a favor del Tesoro Nacional, proporcional a dicho exceso o defecto y a la utilidad que se pueda derivar de la violación de los límites mencionados, según lo determine la Junta Directiva del Banco de la República para los intermediarios del mercado cambiario.</li> </ul>
<b>Sanción penal por operar con información privilegiada</b>	<b>Ley 1474 de 2011,</b> Artículo 18.	Artículo 18. Utilización indebida de información privilegiada. El artículo 258 del Código Penal quedará así: El que como empleado, asesor, 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 pena de prisión de uno (1) a tres (3) años y multa de cinco (5) a cincuenta (50) salarios mínimos legales mensuales vigentes.
	Código Penal, artículo 258.	En la misma pena incurrirá el que utilice información conocida por razón de su profesión u oficio, para obtener para sí o para un tercero, provecho mediante la negociación de determinada acción, valor o instrumento registrado en el Registro Nacional de Valores, siempre que dicha información no sea de conocimiento público.
<b>CHILE</b>		
<b>Aspectos importantes de la regulación</b>	<b>Regulación existente</b>	<b>Descripción de la regulación</b>
<b>Obligación de divulgar eventos relevantes al público.</b>	LMV, Artículo 10.	Las entidades deberán divulgar en forma veraz, suficiente y oportuna, todo hecho o información esencial respecto de ellas mismas y de sus negocios al momento que él ocurra o llegue a su conocimiento. Será responsabilidad del directorio de cada entidad adoptar una norma interna que contemple los procedimientos, mecanismos de control y responsabilidades que aseguren dicha divulgación. La norma respectiva, deberá ajustarse a la norma de carácter general que dicte la Superintendencia.
<b>Definición de información privilegiada</b>	LMV, artículo 164	Cualquier información referida a uno o varios emisores de valores, a sus negocios o a uno o varios valores por ellos emitidos, no divulgada al mercado y cuyo conocimiento, por su naturaleza, sea capaz de influir en la cotización de los valores emitidos, como, asimismo, la información reservada a que se refiere el artículo 10 de esta ley.  También se entenderá por información privilegiada, la que se posee sobre decisiones de adquisición, enajenación y aceptación o rechazo de ofertas específicas de un inversionista institucional en el mercado de valores.
<b>Individuos que se considera que tienen información privilegiada relativa a la emisora</b>	LMV. Artículo 166	Se presume que poseen información privilegiada las siguientes personas: Los directores, gerentes, administradores, ejecutivos principales y liquidadores del emisor o del inversionista institucional, en su caso. Las personas indicadas en la letra a) precedente, que se desempeñen en el controlador del emisor o del inversionista institucional, en su caso. Las personas controladoras o sus representantes, que realicen operaciones o negociaciones tendientes a la enajenación del control. Los directores, gerentes, administradores, apoderados, ejecutivos principales, asesores financieros u operadores de intermediarios de valores, respecto de la información del inciso segundo del artículo 164 y de aquella relativa a la colocación de valores que les hubiere sido encomendada.
<b>Prohibición de operar y compartir información privilegiada</b>	LMV. Artículo 165.	Cualquier persona que en razón de su cargo, posición, actividad o relación tenga acceso a información privilegiada" no podrá: Utilizar la información privilegiada en beneficio propio o ajeno. Adquirir para sí o para terceros, directa o indirectamente, los valores sobre los cuales posea información privilegiada. Valerse de la información privilegiada para obtener beneficio o evitar pérdidas.
<b>Autoridad a cargo de investigar casos por operar con</b>		Superintendencia de Valores y Seguros

<b>información privilegiada</b>		
<b>Multas por operar con información privilegiada</b>	Decreto Ley N° 3.580	El artículo 27 establece la posibilidad de imponer a las sociedades anónimas infractoras, sanciones de censura, multas a beneficio fiscal hasta por un monto global por sociedad equivalente a 15000 unidades de fomento y hasta de tres veces este valor en el caso de reiteración, hasta llegar a la revocación de la autorización de existencia de la sociedad.
<b>Sanción penal por operar con información privilegiada</b>	LMV, Artículo 60.	Penas de presidio menor en cualquiera de sus grados. De 61 días a 5 años de prisión.
<b>MEXICO</b>		
<b>Aspectos importantes de la regulación</b>	<b>Regulación existente</b>	<b>Descripción de la regulación</b>
<b>Definición de evento relevante</b>	Sí. Artículo 2 de la Ley del Mercado de Valores	Actos, hechos o acontecimientos, de cualquier naturaleza que influyan o puedan influir en los precios de los valores inscritos en el Registro. La Comisión Nacional Bancaria y de Valores deberá establecer en Disposiciones Generales, de forma enunciativa mas no limitativa, aquellos actos, hechos o acontecimientos que se consideraran eventos relevantes, así como los criterios a seguir por parte de las emisoras para determinar cuándo un evento reviste tal carácter.
<b>Obligación de divulgar eventos relevantes al público</b>	Sí. Artículo 104 y 105 de la Ley del Mercado de Valores	Las emisoras con valores inscritos en el Registro estarán obligadas a presentar a la Comisión y a la bolsa en la que listen sus valores, información relevante para su difusión inmediata al público en general a través de esta última, mediante los reportes que a continuación se indican: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Reportes continuos relativos a los actos societarios,</li> <li>• Reportes trimestrales y anuales de los estados financieros,</li> <li>• Informes anuales de las actividades correspondientes a los directivos.</li> <li>• Reportes sobre reestructuraciones societarias tales como fusiones, escisiones, adquisiciones o ventas de activos.</li> <li>• Reportes sobre eventos relevantes.</li> <li>• Reportes sobre políticas y operaciones de la sociedad.</li> <li>• Reportes sobre las posiciones que mantengan las emisoras en instrumentos financieros derivados.</li> </ul>
<b>Definición de información privilegiada</b>	Sí. Artículo 362.	El conocimiento de eventos relevantes que no hayan sido revelados al público por la emisora a través de la bolsa en la que coticen sus valores, constituye información privilegiada para los efectos de esta Ley. No será necesario que la persona conozca todas las características del evento relevante para que cuente con información privilegiada, siempre que la parte a la que tenga acceso pueda incidir en la cotización o precio de los valores de una emisora.
<b>Individuos que se considera que tienen información privilegiada relativa a la emisora</b>	Sí. Artículo 363.	Los miembros y secretario del consejo de administración, los comisarios, el director general y demás directivos relevantes, así como los factores y los auditores externos de la emisora o personas morales que ésta controle. Las personas que, directa o indirectamente, tengan el diez por ciento o más de las acciones representativas del capital social de una emisora o títulos de crédito que representen dichas acciones. Los miembros y secretario del consejo de administración, los comisarios, el director general y demás directivos relevantes, los factores y los auditores externos o los equivalentes de los anteriores, de personas morales que, directa o indirectamente, tengan el diez por ciento o más del capital social de la emisora. Los miembros y secretario del consejo de administración, los comisarios, el director general y los directivos que ocupen el nivel jerárquico inmediato inferior al de éste, el contralor normativo, los factores y dependientes, o los equivalentes de los anteriores, de intermediarios del mercado de valores o personas que proporcionen servicios independientes o personales subordinados a una emisora, en cualquier evento relevante que constituya información privilegiada, así como de la persona moral, tenga o no el carácter de emisora, que tuviera alguna relación o vinculación financiera, administrativa, operacional, económica o jurídica con la emisora a quien se atribuya el evento relevante de que se trate, o que hubiere participado con cualquier carácter en el acto, hecho o acontecimiento relativo a dicho evento. Los accionistas que, directa o indirectamente, tengan el cinco por ciento o más del capital social de entidades financieras, cuando éstas tengan el carácter de emisoras. Los accionistas que, directa o indirectamente, tengan el cinco por ciento o más del capital social de las sociedades controladoras de grupos financieros, así como quienes directa o indirectamente tengan el diez por ciento o más del capital social

		<p>de otras entidades financieras, cuando todas ellas formen parte de un mismo grupo financiero y al menos uno de los integrantes del grupo sea la emisora.</p> <p>Los miembros y secretario del consejo de administración, el director general y los directivos que ocupen el nivel jerárquico inmediato inferior al de éste, el contralor normativo y los factores de las sociedades controladoras y entidades financieras a que se refiere la fracción anterior. VIII. La persona o grupo de personas que tengan una influencia significativa en la emisora y, en su caso, en las sociedades que integran el grupo empresarial o consorcio al que la emisora pertenezca.</p> <p>Las personas que ejerzan poder de mando en la emisora.</p> <p>Aquellas personas que realicen operaciones con valores apartándose de sus patrones históricos de inversión en el mercado y que razonablemente puedan haber tenido acceso a la información privilegiada a través de las personas a que se refieren las fracciones I a IX anteriores. Se entenderá que razonablemente pudieron haber tenido acceso a la información privilegiada, las personas siguientes:</p> <p>a) El cónyuge, la concubina o el concubinario de las personas a que se refieren las fracciones I a IX de este artículo.</p> <p>b) Las personas que tengan vínculos de parentesco por consanguinidad, afinidad o civil hasta el cuarto grado, con las personas a que se refieren las fracciones I a IX de este artículo.</p> <p>c) Los socios, asociados y los copropietarios de las personas a que se refieren las fracciones I a IX de este artículo.</p> <p>d) Aquéllas que hubiesen tenido contacto o sostenido comunicación, por cualquier medio, con las personas a que se refieren las fracciones I a IX de este artículo, así como con las citadas en los incisos a) a c) anteriores.</p>
<b>Prohibición de operar con información privilegiada</b>	Sí. Artículos 363 y 364.	Las personas que tienen información privilegiada deberán abstenerse de usarla o transmitirla a otra u otras personas, salvo que, por motivo de su empleo, cargo o comisión, la persona a la que se le transmita o proporcione deba conocerla.
		Las personas que dispongan de información privilegiada, en ningún caso podrán: Efectuar o instruir la celebración de operaciones, directa o indirectamente, sobre cualquier clase de valores emitidos por una emisora o títulos de crédito que los representen, cuya cotización o precio puedan ser influidos por dicha información en tanto ésta tenga el carácter de privilegiada. Dicha restricción será igualmente aplicable a los títulos opcionales o instrumentos financieros derivados que tengan como subyacente dichos valores o títulos.
<b>Prohibición de compartir información privilegiada</b>	Sí. Artículos 363 y 364.	Las personas que dispongan de información privilegiada, en ningún caso podrán: Proporcionar o transmitir la información a otra u otras personas, salvo que, por motivo de su empleo, cargo o comisión, la persona a la que se le transmita o proporcione deba conocerla. Emitir recomendaciones sobre cualquier clase de valores emitidos por una emisora o títulos de crédito que los representen, cuya cotización o precio puedan ser influidos por dicha información en tanto ésta tenga el carácter de privilegiada. Dicha restricción será igualmente aplicable a los títulos opcionales o instrumentos financieros derivados que tengan como subyacente dichos valores o títulos.
<b>Prohibición a los directores y accionistas mayoritarios para realizar operaciones sobre acciones de la compañía dentro de un plazo.</b>	Sí. Artículo 365	Tendrán prohibido adquirir, directa o indirectamente, valores emitidos por una emisora a la que se encuentren vinculados o títulos de crédito que los representen, durante un plazo de tres meses contado a partir de la última enajenación que hubieren realizado sobre los valores o títulos de crédito señalados. Esta prohibición también será aplicable a las enajenaciones, pero con relación a la última adquisición que hubieren efectuado.
<b>Autoridad a cargo de investigar casos por operar con información privilegiada</b>	Sí. Artículo 355	Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV).
<b>Multas por no divulgar eventos relevantes</b>	Sí. Artículo 392, I, c.	Multa de 10,000 a 100,000 días de salario, los titulares de las áreas de finanzas y jurídica o sus equivalentes que incumplan con su obligación de revisar, en el ámbito de sus respectivas competencias, así como suscribir los reportes a que se refiere el artículo 104 de esta Ley.
	Artículo 392, VII, c.	Multa de 30,000 a 150,000 días de salario, Las emisoras que no revelen eventos relevantes en términos de lo establecido en el artículo 105 del presente ordenamiento legal.
<b>Multas por operar con información privilegiada</b>	Sí. Artículo 392, IV, a.	Multa por el importe de una a dos veces el beneficio obtenido en la operación de que se trate, más la cantidad que resulte de aplicar a dicho beneficio una tasa igual al promedio aritmético de los rendimientos que hayan generado las diez sociedades de inversión en instrumentos de deuda con mayor rentabilidad durante los seis

		meses anteriores a la fecha de la operación. Cuando no exista beneficio, multa entre el diez y cincuenta por ciento del importe de la operación.
<b>Multas por compartir información privilegiada</b>	Sí. Artículo 392, IV, b.	Multa de 30,000 a 100,000 días de salario.
<b>Multas por violar la regla del plazo de no operar si se trata de personas con información relacionada</b>	Sí. Artículo 392, IV, b.	Multa por el importe de una a dos veces el beneficio obtenido en la operación de que se trate. El beneficio será el que resulte de la diferencia entre los precios de una y otra operación, atendiendo al volumen de las mismas. En caso de no existir beneficio, la multa será por el importe de 10,000 a 100,000 días de salario.
<b>Autoridad a cargo de hacer la petición de procesar los casos penales por operación con información privilegiada</b>	Artículo 388	Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP)
<b>Sanción penal por operar con información privilegiada</b>	Artículo 381	Las personas que haciendo uso de información privilegiada efectúen o instruyan la celebración de operaciones, por sí o a través de interpósita persona, sobre valores o instrumentos financieros derivados que tengan como subyacente valores cuyo precio o cotización pueda ser influido por dicha información, y que derivado de dicha operación obtengan un beneficio para sí o para un tercero, serán sancionadas conforme a lo siguiente: Con prisión de dos a seis años, cuando el monto del beneficio sea de hasta 100,000 días de salario mínimo general diario vigente en el Distrito Federal al momento en que se efectúe la operación de que se trate. Con prisión de cuatro a doce años, cuando el monto del beneficio exceda de 100,000 días de salario mínimo general diario vigente en el Distrito Federal al momento en que se efectúe la operación de que se trate.
<b>Sanción penal por revelar información privilegiada ilegalmente</b>	Artículo 380	Será sancionado con prisión de tres a quince años todo aquél que, estando obligado legal o contractualmente a mantener confidencialidad, reserva o secrecía, proporcione por cualquier medio o transmita información privilegiada a otra u otras personas. Las mismas penas se impondrán a las personas que estando obligadas legal o contractualmente a mantener confidencialidad, reserva o secrecía, emitan o formulen recomendaciones con base en información privilegiada sobre valores o instrumentos financieros derivados que tengan como subyacente valores cuya cotización o precio pueda ser influido por dicha información.
<b>Sanción penal por no publicar los eventos relevantes</b>	Artículo 383	Serán sancionadas con prisión de cinco a diez años, las personas que: Difundan por sí o a través de un tercero, información falsa sobre valores, o bien, respecto de la situación financiera, administrativa, económica o jurídica de una emisora, a través de prospectos de colocación, suplementos, folletos, reportes, revelación de eventos relevantes y demás documentos informativos y, en general, de cualquier medio masivo de comunicación. Oculte u omita revelar información o eventos relevantes, que en términos de este ordenamiento legal deban ser divulgados al público o a los accionistas o tenedores de valores, salvo que se haya diferido su divulgación en los términos de esta Ley.
<b>BRASIL</b>		
<b>Aspectos importantes de la regulación</b>	<b>Regulación existente</b>	<b>Descripción de la regulación</b>
<b>Definición de evento relevante y obligación de divulgar eventos relevantes al público.</b>	Art. 3 de la ICVM 358/02	La ley determina que los directores e consejeros de la compañía registrada divulguen cualquier acto o hecho relevante ocurrido en los negocios de la compañía, que pueda influir, de modo ponderable, en la decisión de los inversores mobiliarios de emisión de la compañía. En Brasil, algunos de los eventos que más propician el uso indebido a la información privilegiada son: alteración del control accionario de la compañía, operaciones de reorganización a sociedad y la información financiera aún no divulgadas.
<b>Definición de información privilegiada</b>	ICVM 358/02	información privilegiada se define como una información que no es pública y que es material. Así, en su definición, es importante que consideremos algunos aspectos relativos a la confidencialidad y la materialidad.
<b>Individuos que se considera que tienen información privilegiada relativa a la emisora</b>	art. 15-A da ICVM 358/02	Los accionistas controladores, directos o indirectos, directores, miembros del consejo de administración, del consejo de administración y de órganos con funciones técnicas o consultivas, creados por disposición estatutaria, o por quienquiera, en virtud de su cargo, función o posición en la compañía abierta, su controladora, sus controladas o coligadas, tenga conocimiento de la información

		relativa al acto o de hecho, podrán formalizar planes individuales de inversión regulando sus negociaciones con acciones de emisión de la compañía.
<b>Prohibición de operar y compartir información privilegiada</b>	art. 155, § 4. Ley 6.404 / 76	Antes de la divulgación al mercado de acto o hecho relevante ocurrido en los negocios de la compañía, está prohibida la negociación con valores mobiliarios de su emisión, o a ellos referenciados, por la propia compañía abierta, por los accionistas controladores, directos o indirectos, directores, miembros del consejo de administración, del consejo fiscal y de cualquier órgano con funciones técnicas o consultivas, creado por disposición estatutaria, o por quien, en virtud de su cargo, función o posición en la compañía abierta, su controladora, sus controladas o coligadas, tenga conocimiento de la información relativa al acto o hecho relevante.
	Artículo 13, ICVM 358/02	
<b>Autoridad a cargo de investigar casos por operar con información privilegiada</b>		Comissão de Valores Mobiliários
<b>Multas por operar con información privilegiada</b>	Artículo 12 Ley 6.385 / 76	Multa de hasta 3 veces la cantidad de ventaja injusta obtenida como resultado del crimen.
<b>Sanción penal por operar con información privilegiada</b>	Artículo 12 Ley 6.385 / 76	En materia penal, el uso indebido de información privilegiada se castiga con prisión de 1 a 5 años.
<b>REINO UNIDO</b>		
<b>Aspectos importantes de la regulación</b>	<b>Regulación existente</b>	<b>Descripción de la regulación</b>
<b>Definición de evento relevante</b>	Listing Rules, capítulo 1.3.	Un emisor debe proporcionar a la FCA lo antes posible: Cualquier información y explicación que la FCA pueda razonablemente requerir para decidir si otorga una solicitud de admisión; Cualquier información que la FCA considere apropiada para proteger a los inversionistas o garantizar el buen funcionamiento del mercado; y (Note: Artículo 16.1 CARD) Cualquier otra información o explicación que la FCA pueda razonablemente requerir para verificar si las reglas de listado se cumplen y se han cumplido.
<b>Obligación de divulgar eventos relevantes al público</b>	Listing Rules, capítulo 1.3.	FCA puede requerir que el emisor publique información: La FCA puede, en cualquier momento, exigir a un emisor que publique dicha información en la forma y dentro de los plazos que considere apropiados para proteger a los inversores o para garantizar el buen funcionamiento del mercado. (Note: Artículo 16.2 CARD) Si un emisor no cumple con un requisito según el anterior párrafo, la FCA puede publicar la información por su cuenta (después de darle al emisor la oportunidad de expresar por qué no debe publicarse). (Note: Artículo 16.2 CARD)
<b>Definición de información privilegiada</b>	Sección 118C FSMA 2000 y la sección 56 (1) (d) CJA (1993). Directive 2003/6/EC (16).	La información privilegiada es toda información de carácter concreto, que no se haya hecho pública y que se refiera directa o indirectamente a uno o varios emisores de instrumentos financieros o a uno o varios instrumentos financieros. La información que pueda tener un efecto significativo en la evolución y la formación de los precios de un mercado regulado como tal puede considerarse como información relacionada indirectamente con uno o más emisores de instrumentos financieros, o con uno o varios instrumentos financieros derivados con ellos relacionados.
<b>Individuos que se considera que tienen información privilegiada relativa a la emisora</b>	Sí. Directive 2003/6/EC	Toda persona que tiene información privilegiada, entre otras cosas, como resultado de tener acceso a la información mediante el ejercicio de su empleo, su profesión o sus funciones. El término insider también se aplica a cualquier persona que tenga información privilegiada como resultado de su pertenencia a los órganos administrativos, de gestión o de supervisión de un emisor de inversiones cualificadas, o como resultado de su participación en el capital de un emisor de calificación Inversiones, o como resultado de sus actividades criminales, u obtenido por otros medios y que sabe, o podría razonablemente esperar saber, es información privilegiada.
<b>Prohibición de operar con información privilegiada</b>	Sí. FSMA 2000, Sección 118. Directive	Los Estados miembros prohibirán a cualquier persona que posea información privilegiada utilizar dicha información adquiriendo o cediendo o intentando adquirir o ceder, por cuenta propia o de terceros, directa o indirectamente, instrumentos financieros a que se refiera dicha información. El primer párrafo se aplicará a cualquier persona que esté en posesión de esa información:

	2003/6/EC, artículo 2.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• por su condición de miembro de los órganos de administración, gestión o control del emisor;</li> <li>• por su participación en el capital del emisor;</li> <li>• por tener acceso a dicha información debido al ejercicio de su trabajo, de su profesión o de sus funciones, o</li> <li>• debido a sus actividades delictivas.</li> </ul>
<b>Prohibición de compartir información privilegiada</b>	Directive 2003/6/EC, artículo 3.	Los Estados miembros prohibirán a las personas sujetas a de las prohibiciones establecidas en el artículo 2: revelar información privilegiada a cualquier persona, a menos que se haga en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o funciones; recomendar a otra persona que adquiera o ceda, o inducirle a ello, basándose en información privilegiada, instrumentos financieros a que se refiere dicha información.
<b>Autoridad a cargo de investigar casos por operar con información privilegiada</b>	FSA 2012	Financial Conduct Authority
<b>Multas por operar con información privilegiada</b>		Las multas o sanciones administrativas no están sujetas a un límite máximo y se contempla también la posibilidad de que la sanción consista en la censura pública de los infractores.
<b>Multas por compartir información privilegiada</b>		
<b>Autoridad a cargo de hacer la petición de procesar los casos penales por operación con información privilegiada</b>	FSA 2012	Financial Conduct Authority
<b>Sanción penal por operar con información privilegiada</b>	CJA 1993	Una persona culpable de insider trading puede ser condenada a una pena de prisión hasta de siete años.

Anexo B Eventos a analizar

**Colombia**

**ADQUISICIONES**

Fecha	Hora	Entidad
23/10/2007	19:16:29	COMPAÑIA COLOMBIANA DE INVERSIONES
29/03/2007	17:06:55	BANCOLOMBIA S.A.
19/02/2007	10:40:14	PROMIGAS S.A. E.S.P.
11/01/2007	18:09:35	GRUPO DE INVERSIONES SURAMERICANA S.A.
12/12/2006	7:55:43	GRUPO NUTRESA S.A.
21/08/2006	18:46:26	ALMACENES EXITO S.A.
28/06/2006	11:09:57	INTERCONEXION ELECTRICA S.A. E.S.P.
24/05/2006	14:28:31	INTERBOLSA S.A.COMISIONISTA DE BOLSA
11/05/2006	15:21:50	GRUPO DE INVERSIONES SURAMERICANA S.A.
8/05/2006	17:27:19	BANCOLOMBIA S.A.
10/03/2006	14:59:21	CEMENTOS ARGOS S.A.
17/02/2006	14:47:52	GRUPO NUTRESA S.A.
12/12/2005	17:10:26	BANCOLOMBIA S.A.
4/10/2005	14:57:33	GRUPO ARGOS S.A.
12/04/2005	19:17:14	VALOREM S.A.
17/09/2003	8:49:47	INTERCONEXION ELECTRICA S.A. E.S.P.
5/09/2003	17:50:46	BANCOLOMBIA S.A.

**FUSIONES**

Fecha	Hora	Entidad
5/09/2007	15:23:07	CORPORACION FINANCIERA COLOMBIANA S.A.
12/07/2007	19:04:51	VALOREM S.A.
22/03/2007	16:31:14	ACERIAS PAZ DEL RIO S.A .
8/09/2006	15:57:05	BANCO DE BOGOTA S. A.
4/08/2006	12:58:16	INTERBOLSA S.A.COMISIONISTA DE BOLSA
23/05/2006	18:20:13	BANCO DE OCCIDENTE S.A.
26/12/2005	16:57:28	GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S.A.
31/10/2005	13:09:19	BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA COLOMBIA S.A. BBVA COLOMBIA
29/09/2005	13:55:19	GRUPO DE INVERSIONES SURAMERICANA S.A.
1/08/2005	15:47:50	GRUPO NUTRESA S.A.
29/07/2005	16:07:18	CEMENTOS ARGOS S.A.
22/06/2005	13:18:58	GRUPO ARGOS S.A.
21/06/2005	16:53:28	CORPORACION FINANCIERA COLOMBIANA S.A.
14/09/2004	15:58:02	BANCOLOMBIA S.A.

**EMISIONES DE VALORES**

Fecha	Hora	Entidad
1/10/2007	15:36:35	INTERCONEXION ELECTRICA S.A. E.S.P.
14/06/2007	17:35:29	BANCOLOMBIA S.A.
1/06/2007	10:27:06	ALMACENES EXITO S.A.
27/04/2007	9:05:16	GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S.A.

31/01/2007	6:37:42	ALMACENES EXITO S.A.
30/10/2006	18:45:00	BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA COLOMBIA S.A. BBVA COLOMBIA
7/06/2006	10:07:21	BANCO DE BOGOTA S. A.
15/09/2005	18:07:39	COMPAÑIA COLOMBIANA DE INVERSIONES
9/08/2005	12:07:24	INTERBOLSA S.A.COMISIONISTA DE BOLSA
13/05/2005	14:57:10	GRUPO DE INVERSIONES SURAMERICANA S.A.
14/07/2004	16:19:53	ACERIAS PAZ DEL RIO S.A .
3/12/2003	9:57:19	ACERIAS PAZ DEL RIO S.A .

**PAGO DE DIVIDENDOS**

Fecha	Hora	Entidad
30/07/2007	20:04:26	INTERBOLSA S.A.COMISIONISTA DE BOLSA
22/03/2007	10:25:16	MINEROS S.A.
27/02/2007	18:58:37	COMPAÑIA COLOMBIANA DE INVERSIONES
22/02/2007	19:44:31	ADMINISTRADORA DE FONDOS DE PENSIONES Y CESANTIAS PROTECCION S.A.
22/02/2007	11:25:11	EMPRESA DE TELECOMUNICACIONES DE BOGOTA S.A. ESP
20/02/2007	19:52:34	CEMENTOS ARGOS S.A.
12/02/2007	17:41:23	CORPORACION FINANCIERA COLOMBIANA S.A.
30/08/2006	17:53:02	GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S.A.
7/03/2006	18:02:11	COMPAÑIA COLOMBIANA DE INVERSIONES
2/03/2006	13:11:51	EMPRESA DE TELECOMUNICACIONES DE BOGOTA S.A. ESP
27/02/2006	9:32:56	INTERCONEXION ELECTRICA S.A. E.S.P.
24/02/2006	16:44:46	GRUPO ARGOS S.A.
24/02/2006	16:23:25	PROMIGAS S.A. E.S.P.
23/02/2006	16:51:03	GRUPO DE INVERSIONES SURAMERICANA S.A.
16/02/2006	15:44:52	MINEROS S.A.
10/02/2006	13:25:38	BANCO DE BOGOTA S. A.
30/01/2006	17:55:24	BANCOLOMBIA S.A.
30/01/2006	17:00:52	CORPORACION FINANCIERA COLOMBIANA S.A.
27/01/2006	16:35:21	INTERBOLSA S.A.COMISIONISTA DE BOLSA
7/09/2005	18:56:45	GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S.A.
9/08/2005	12:21:44	BANCO DE BOGOTA S. A.
29/07/2005	11:05:33	BANCO DE OCCIDENTE S.A.
4/03/2005	17:31:14	GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S.A.
3/03/2005	10:39:48	GRUPO NUTRESA S.A.
1/03/2005	18:40:59	COMPAÑIA COLOMBIANA DE INVERSIONES
24/02/2005	17:05:06	EMPRESA DE TELECOMUNICACIONES DE BOGOTA S.A. ESP
18/02/2005	19:43:50	BANCOLOMBIA S.A.
1/02/2005	16:20:26	BANCO DE BOGOTA S. A.
24/08/2004	17:11:58	BANCO DE BOGOTA S. A.
26/07/2004	17:10:31	BANCO DE OCCIDENTE S.A.
2/03/2004	18:34:27	COMPAÑIA COLOMBIANA DE INVERSIONES

2/03/2004	17:09:54	GRUPO DE INVERSIONES SURAMERICANA S.A.
24/02/2004	7:59:42	GRUPO ARGOS S.A.
10/02/2004	16:48:06	BANCO DE BOGOTA S. A.
3/02/2004	15:58:21	CEMENTOS ARGOS S.A.
3/02/2004	8:32:15	BANCO DE OCCIDENTE S.A.
23/01/2004	7:56:03	BANCOLOMBIA S.A.
5/08/2003	16:58:29	BANCO DE BOGOTA S. A.

#### **PÉRDIDAS DE CAPITAL**

<b>Fecha</b>	<b>Hora</b>	<b>Entidad</b>
3/04/2006	16:18:58	VALOREM S.A.
1/03/2004	15:46:33	VALOREM S.A.
20/02/2004	16:03:50	TABLEMAC S.A.
5/03/2003	11:54:36	VALOREM S.A.

## **Chile**

#### **ADQUISICIONES**

<b>Fecha</b>	<b>EMPRESA</b>
19/05/2011	BESALCO S.A.
15/11/2010	CEMENTOS BIO BIO S.A.
9/12/2011	CENCOSUD S.A.
15/10/2010	CENCOSUD S.A.
8/11/2011	CFR PHARMACEUTICALS S.A.
24/08/2010	COLBUN S.A.
6/12/2011	CORPBANCA
27/07/2011	E.CL S.A.
5/10/2010	EMPRESA NACIONAL DE TELECOMUNICACIONES S.A.
28/10/2011	EMPRESAS COPEC S.A.
14/05/2010	EMPRESAS COPEC S.A.
23/12/2010	ENJOY S.A.
20/07/2010	ENJOY S.A.
27/10/2010	LAN AIRLINES S.A.
28/03/2011	MADECO S.A.
21/09/2010	PARQUE ARAUCO S.A.
6/07/2010	PARQUE ARAUCO S.A.
2/09/2011	QUINENCO S.A.
14/09/2010	S.A.C.I. FALABELLA
18/07/2011	SALFACORP S.A.
7/01/2011	SALFACORP S.A.
24/02/2011	SIGDO KOPPERS S.A.
2/08/2010	SIGDO KOPPERS S.A.
13/09/2010	SOC DE INVERSIONES PAMPA CALICHERA S.A.
10/08/2011	SONDA S.A.
18/06/2010	SONDA S.A.
1/03/2011	VIÑA CONCHA Y TORO S.A.
28/03/2008	AGUAS ANDINAS S.A.
5/10/2007	CENCOSUD S.A.
1/04/2009	CENCOSUD S.A.

4/06/2008	EMBOTELLADORA ANDINA S.A.
26/11/2007	FORUS S.A.
30/11/2007	PARQUE ARAUCO S.A.
26/04/2007	PARQUE ARAUCO S.A.
17/05/2007	PAZ CORP S.A.
29/07/2008	SCHWAGER ENERGY S.A.
7/07/2009	SONDA S.A.
4/02/2008	SONDA S.A.
22/09/2008	COMPANÍA DE TELECOMUNICACIONES DE CHILE S.A.

### FUSIONES

Fecha	EMPRESA
28/11/2011	ALMENDRAL S.A.
29/09/2011	COMPANÍA GENERAL DE ELECTRICIDAD S.A.
28/11/2011	EMPRESA NACIONAL DE TELECOMUNICACIONES S.A.
4/03/2011	EMPRESAS CMPC S.A.
13/08/2010	LAN AIRLINES S.A.
28/05/2009	EMPRESAS LA POLAR S.A.
22/05/2007	S.A.C.I. FALABELLA
26/02/2009	SCHWAGER ENERGY S.A.
3/12/2008	VIÑA SAN PEDRO S.A.
21/07/2008	VIÑA SAN PEDRO S.A.
28/09/2007	BANCO DE CHILE
19/06/2008	BANCO DE CHILE
2/09/2009	CORPBANCA

### EMISIONES DE VALORES

Fecha	EMPRESA
20/01/2011	BANCO DE CHILE
1/03/2011	COMPANÍA GENERAL DE ELECTRICIDAD S.A.
30/12/2010	CORPBANCA
28/01/2011	E.CL S.A.
22/06/2011	EMPRESAS LA POLAR S.A.
18/08/2010	INVERTEC PESQUERA MAR DE CHILOE S.A.
8/09/2010	MULTIEXPORT FOODS S.A.
21/07/2011	PARQUE ARAUCO S.A.
20/01/2011	SOC DE INVERSIONES PAMPA CALICHERA S.A.
11/07/2008	CAP S.A.
11/10/2008	CENCOSUD S.A.
23/12/2008	CIA SUD AMERICANA DE VAPORES S.A.
17/03/2008	COLBUN S.A.
21/08/2009	CRISTALERIAS DE CHILE S.A.
9/10/2009	EMPRESAS CMPC S.A.
10/12/2008	FORUS S.A.
9/02/2009	GRUPO SECURITY S.A.
30/01/2007	LAN AIRLINES S.A.
16/12/2008	MASISA S.A.
19/08/2009	NORTE GRANDE S.A.
26/04/2007	NORTE GRANDE S.A.
10/07/2007	PAZ CORP S.A.
31/07/2008	SALFACORP S.A.
2/05/2007	SCHWAGER ENERGY S.A.
4/10/2007	SOC DE INVERSIONES CAMPOS CHILENOS S.A.

8/06/2009	SOC DE INVERSIONES ORO BLANCO S.A.
26/04/2007	SOC DE INVERSIONES PAMPA CALICHERA S.A.
17/05/2007	BANCO DE CHILE

### **PAGO DE DIVIDENDOS**

<b>Fecha</b>	<b>EMPRESA</b>
26/10/2011	AGUAS ANDINAS S.A.
26/10/2010	AGUAS ANDINAS S.A.
6/04/2011	ALMENDRAL S.A.
29/01/2010	BANCO DE CHILE
23/03/2011	BANCO SANTANDER-CHILE
24/03/2010	BANCO SANTANDER-CHILE
28/01/2011	BESALCO S.A.
18/04/2011	CAP S.A.
28/04/2011	CEMENTOS BIO BIO S.A.
29/04/2011	CENCOSUD S.A.
27/01/2010	CORPBANCA
14/04/2011	E.CL S.A.
23/02/2011	EMBOTELLADORA ANDINA S.A.
1/03/2011	EMPRESA NACIONAL DE ELECTRICIDAD S.A.
5/04/2011	EMPRESA NACIONAL DE TELECOMUNICACIONES S.A.
1/04/2011	EMPRESAS COPEC S.A.
1/04/2011	EMPRESAS HITES S.A.
29/04/2011	EMPRESAS IANSA S.A.
31/03/2011	EMPRESAS LA POLAR S.A.
28/02/2011	ENERSIS S.A.
24/11/2010	FORUS S.A.
21/04/2011	FORUS S.A.
3/03/2011	GRUPO SECURITY S.A.
18/04/2011	INVERCAP S.A.
27/10/2011	INVERSIONES AGUAS METROPOLITANAS S.A.
28/10/2010	INVERSIONES AGUAS METROPOLITANAS S.A.
29/04/2011	LAN AIRLINES S.A.
31/03/2011	MASISA S.A.
27/04/2011	MULTIEXPORT FOODS S.A.
13/04/2011	NORTE GRANDE S.A.
1/04/2011	PARQUE ARAUCO S.A.
27/04/2011	PAZ CORP S.A.
29/03/2011	QUIÑENCO S.A.
30/03/2011	S.A.C.I. FALABELLA
27/04/2011	SALFACORP S.A.
29/01/2010	SM CHILE S.A.
28/01/2011	SM CHILE S.A.
13/04/2011	SOC DE INVERSIONES ORO BLANCO S.A.
15/03/2011	SOC QUIMICA Y MINERA DE CHILE S.A.
28/04/2011	SOCIEDAD DE INVERSIONES CAMPOS CHILENOS S.A.
26/04/2011	SOCOVELA S.A.
16/03/2011	SONDA S.A.
5/04/2011	VIÑA SAN PEDRO TARAPACA S.A.
29/04/2008	AES GENER S.A.
2/09/2008	AGUAS ANDINAS S.A.
9/04/2008	ALMENDRAL S.A.

7/04/2009	ALMENDRAL S.A.
4/04/2008	ANTARCHILE S.A.
3/04/2009	ANTARCHILE S.A.
15/04/2008	BESALCO S.A.
22/04/2009	BESALCO S.A.
10/03/2008	CAP S.A.
14/04/2009	CAP S.A.
27/03/2008	CEMENTOS BIO BIO S.A.
30/04/2009	CEMENTOS BIO BIO S.A.
28/04/2008	CENCOSUD S.A.
5/03/2008	CIA CERVECERIAS UNIDAS S.A.
4/03/2009	CIA CERVECERIAS UNIDAS S.A.
25/03/2008	CIA SUD AMERICANA DE VAPORES S.A.
1/04/2009	COLBUN S.A.
26/03/2008	CRISTALERIAS DE CHILE S.A.
25/02/2009	CRISTALERIAS DE CHILE S.A.
13/03/2008	EMBOTELLADORA ANDINA S.A.
5/03/2009	EMPRESAS CMPC S.A.
29/10/2007	EMPRESAS COPEC S.A.
24/04/2009	FORUS S.A.
17/04/2008	INVERCAP S.A.
10/04/2008	LAN AIRLINES S.A.
27/03/2008	MASISA S.A.
16/04/2008	MULTIEXPORT FOODS S.A.
30/04/2009	NORTE GRANDE S.A.
17/03/2008	NORTE GRANDE S.A.
27/03/2008	PARQUE ARAUCO S.A.
7/04/2009	PAZ CORP S.A.
2/04/2008	PAZ CORP S.A.
7/03/2008	QUIÑENCO S.A.
1/04/2009	S.A.C.I. FALABELLA
22/04/2009	SALFACORP S.A.
23/04/2008	SALFACORP S.A.
6/04/2009	SIGDO KOPPERS S.A.
7/04/2008	SIGDO KOPPERS S.A.
26/03/2008	SOC DE INVERSIONES CAMPOS CHILENOS S.A.
17/03/2008	SOC DE INVERSIONES ORO BLANCO S.A.
30/04/2009	SOC DE INVERSIONES PAMPA CALICHERA S.A.
17/03/2008	SOC DE INVERSIONES PAMPA CALICHERA S.A.
27/03/2008	SOCOVELA S.A.
18/03/2009	SONDA S.A.
4/03/2009	COMPANIA DE TELECOMUNICACIONES DE CHILE S.A.
31/01/2008	COMPANIA DE TELECOMUNICACIONES DE CHILE S.A.
25/01/2007	CIA DE TELECOMUNICACIONES DE CHILE S.A.
5/03/2009	VIÑA SAN PEDRO TARAPACA S.A.
5/03/2008	VIÑA SAN PEDRO S.A.
27/03/2009	ZONA FRANCA DE IQUIQUE S.A.
25/01/2008	BANCO DE CHILE
2/02/2009	BANCO DE CHILE
2/02/2009	SM CHILE S.A.
25/01/2008	SM CHILE S.A.

27/01/2009	CORPBANCA
22/01/2008	CORPBANCA

### **CONSTITUCION DE SOCIEDADES**

<b>Fecha</b>	<b>EMPRESA</b>
27/07/2011	AES GENER S.A.
30/03/2011	AGUAS ANDINAS S.A.
1/12/2011	CEMENTOS BIO BIO S.A.
1/09/2010	MASISA S.A.
22/03/2011	SCHWAGER ENERGY S.A.
16/08/2011	SIGDO KOPPERS S.A.
28/10/2010	SOCOVELA S.A.
14/07/2011	VIÑA CONCHA Y TORO S.A.
27/01/2009	EMBOTELLADORA ANDINA S.A.
27/02/2008	EMPRESAS IANSA S.A.
31/07/2007	PARQUE ARAUCO S.A.
2/04/2007	SALFACORP S.A.
4/07/2008	SIGDO KOPPERS S.A.
20/07/2007	SIGDO KOPPERS S.A.
29/10/2008	SONDA S.A.

### **ALIANZAS ESTRATÉGICAS**

<b>Fecha</b>	<b>EMPRESA</b>
1/09/2010	PAZ CORP S.A.
2/05/2007	CENCOSUD S.A.
28/06/2007	QUINENCO S.A.

### **DIVISIONES**

<b>Fecha</b>	<b>EMPRESA</b>
28/07/2011	SOC DE INVERSIONES PAMPA CALICHERA S.A.
31/12/2008	CEMENTOS BIO BIO S.A.
17/12/2007	COLBUN S.A.

### **PERDIDAS DE CAPITAL**

<b>Fecha</b>	<b>Materia</b>
30/04/2009	SOC DE INVERSIONES CAMPOS CHILENOS S.A.

### **ENAJENACION DE ACCIONES**

<b>Fecha</b>	<b>Materia</b>
8/07/2011	EMPRESAS CMPC S.A.