

**USO INDEBIDO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN COLOMBIA - SU
REGULACIÓN Y APLICACIÓN**

ALEJANDRO GALINDO HURTADO
ELIANA TORRADO FRANCO

Monografía de Grado

Director: Carlos Fradique-Mendez L.

PONTIFICIA UNIVERSIDAD JAVERIANA
FACULTAD DE DERECHO
ESPECIALIZACIÓN EN DERECHO COMERCIAL

BOGOTÁ, D.C.

2013

Nota de Aceptación:

Firma del Director:

CONTENIDO

Introducción.....	4
Capítulo I: Fundamentos y origen de la regulación sobre uso de información privilegiada y análisis a partir la regulación y aplicación en Estados Unidos.....	7
Capítulo II: Información privilegiada en Colombia: Regulación en los ámbitos civil, administrativo y penal y análisis de casos por investigaciones administrativas.....	11
Capítulo III: Regulación sobre restricciones y obligaciones especiales dirigidas a los administradores respecto al uso de información privilegiada	32
Capítulo IV: Retos legislativos, judiciales y disciplinarios en Colombia para alcanzar una eficaz protección al mercado, incluyendo las recomendaciones planteadas por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (“OECD” por sus siglas en inglés) sobre uso de información privilegiada	36
Conclusión	42
Bibliografía	44

INTRODUCCIÓN

A través del mercado de capitales se transfieren recursos del sector superavitario (aquel que posee recursos para invertir) al sector deficitario (aquel que demanda recursos). El mercado de capitales está compuesto por el mercado bancario, también conocido como mercado intermediado, y por el mercado de valores, también conocido como mercado desintermediado.

En el mercado bancario la transferencia de recursos de los sectores superavitarios a los sectores deficitarios tiene lugar a través de entidades que actúan como intermediarios, que, separada e independientemente, se relacionan con los depositantes y con quienes requieren financiación¹. Contrario a lo que ocurre en el mercado bancario, la transferencia de recursos de sectores superavitarios a sectores deficitarios en el mercado de valores tiene lugar a través de una relación directa entre ambos sectores mediante la emisión de valores.²

El mercado de valores, al ser un mercado no intermediado, representa para quienes le apuestan, mayores riesgos, a cambio de un mayor beneficio económico. Es un mercado que, en principio, está planteado para ser más eficiente, y por ende, más rentable para los inversionistas, debido a que no se requiere de la intervención de una entidad financiera³ ni del pago del correspondiente margen de intermediación.

Debido a que dentro del mercado de valores, son los inversionistas quienes directamente toman decisiones de inversión sobre sus recursos, la transparencia y la información son condiciones fundamentales dentro del mercado de valores. ¿Por qué son fundamentales? Porque sólo a través de un acceso completo, oportuno, claro y fidedigno de información relativa a los emisores de valores y a los valores que se negocian en el mercado, los inversionistas pueden tomar decisiones informadas de inversión.

¹ Fradique-Méndez L., Carlos, *Guía del mercado de valores*. Bogotá D.C.: Colombia Capital. 2011. p. 11.

² *Ibíd.* Fradique-Méndez. p. 11.

³ En particular, en este mercado no existen intermediarios propiamente dichos, pues a pesar que la regulación se refiere al término de intermediarios del mercado de valores, tales agentes únicamente tienen por objeto poner en contacto a los oferentes de liquidez o sector superavitario (inversionistas) y con los demandantes de la misma o sector deficitario (emisores). Cfr. *Ibíd.* Fradique-Méndez. p. 11.

Además de la transparencia del mercado, otra condición fundamental es la igualdad en cuanto al acceso a dicha información material o relevante para la toma de decisiones de inversión. Lo anterior, en la medida en que el acceso de información permite el ofrecimiento de iguales condiciones a los inversionistas para sacarle provecho al mercado y lograr rentabilidad de sus inversiones. Si alguien obtiene provecho por el uso de información que todavía no ha sido revelada al público, ese provecho es defraudatorio del derecho que tenían los demás partícipes del mercado de valores de haber podido tomar la misma decisión del defraudador y haber obtenido un provecho o haber podido evitar una pérdida económica. Y es defraudatorio, debido a que cualquier provecho (de ganar o evitar una pérdida) por quién obtuvo la información privilegiada y la usó sin previamente revelarla, se obtuvo a costa de una pérdida económica para quienes, al no tener la información oportunamente, no pudieron aprovechar la ganancia o evitar la pérdida en igual medida que el defraudador.

Estas condiciones, entre otras, permiten que el mercado de valores sea un mercado eficiente: “[s]e entiende como un mercado eficiente cuando los precios se forman como resultado de las fuerzas de oferta y demanda bajo una misma base de información, esto es, en condiciones de igualdad informativa para todos los participantes”⁴.

En conclusión, la doctrina ha identificado que el adecuado uso de información en el mercado de valores cumple fundamentalmente cuatro propósitos:

“En primer lugar, la existencia de información suficiente y veraz permite que los inversionistas, cuya pretensión consiste en acudir a tal mercado, posean certeza acerca de la realidad económica y jurídica de los valores que allí se negocian, a fin de evaluar la pertinencia de llevar a cabo determinadas operaciones (...).

“En segundo término, contar con el tipo de información mencionada posibilita que la formación de los precios de los valores que se negocian en el mercado público obedezcan a una adecuada interacción de oferta y demanda, y no a una formación artificial o manipulada de tales precios.

⁴ Torrado Angarita, Jorge. *El Uso Indebido de Información Privilegiada en el Mercado de Valores Colombiano a la Luz de la Experiencia Estadounidense*. Universidad de los Andes; Autoregulador del Mercado de Valores. Revista de Derecho Privado. Ed. 39. Bogotá, D.C.: Septiembre de 2008. p. 229

“En tercer lugar, la exigencia de información con las características aludidas permite evitar que los actores del mercado se la apropien y se dispongan, a través del desarrollo de prácticas desleales, a favorecer intereses particulares cuyo efecto final consiste en la restricción de la cobertura del mercado.

“Finalmente, la promoción y el fortalecimiento de adecuados flujos de información optimizan el derecho a la igualdad de los participantes en el mercado público de valores, dado que (...) si la información no es distribuida correctamente y uno de los actores del mercado adopta una decisión apoyándose en información desconocida para los otros, se estaría ubicando a tales actores en un punto de partida diferenciado y, prima facie, inadmisibles”⁵.

Éste es el fundamento de la regulación sobre revelación de información relevante, anual y periódica e igualmente, de la relativa al uso indebido de información privilegiada. Siendo esta última el tema del presente escrito, a continuación explicaremos el origen de la regulación sobre información privilegiada y los diferentes ámbitos de aplicación en Colombia; a su vez, revisaremos ciertos casos sobre uso de información privilegiada que han sido investigados o sancionados por las autoridades administrativas. Finalmente, plantaremos la relevancia que tiene, dentro de las medidas para la protección al mercado, la debida supervisión y vigilancia de las entidades gubernamentales y privadas – tales como las entidades de vigilancia, las bolsas de valores y *commodities* y los autorreguladores de valores – y de la efectiva imposición de sanciones equitativas y disuasivas a aquellos agentes del mercado que impidan u obstruyan la adecuada revelación y uso de la información y/o que obtengan un provecho inequitativo de dichos impedimentos y obstrucciones.

⁵ Rodríguez Azuero, Sergio; Rincón Cárdenas, Erick; Calderón Villegas, Juan Jacobo. *Temas de derecho financiero contemporáneo*. Bogotá: Universidad del Rosario, 2006. pp. 508 - 509

CAPÍTULO I

FUNDAMENTOS Y ORIGEN DE LA REGULACIÓN SOBRE USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA Y ANÁLISIS A PARTIR LA REGULACIÓN Y APLICACIÓN EN ESTADOS UNIDOS

La regulación sobre uso de información privilegiada tuvo origen a raíz de la crisis de 1929 en Estados Unidos. A esta crisis bursátil, que inicialmente afectó la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE) pero que posteriormente tuvo repercusiones en todo el mundo, se le atribuyen muchas causas, todas en gran parte relacionadas con un mercado ineficiente. El crecimiento desmesurado del precio de los valores que en su momento se transaban en la NYSE versus la recesión económica que se veía en la industria y la caída de los precios de *commodities* en el mercado internacional, presentaban las características de una burbuja, donde sin razón aparente, el valor de títulos transados se incrementaban, mientras que los inversionistas se endeudaban para adquirir valores, aparentemente inflados, con la expectativa de pagar sus créditos con la rentabilidad de sus inversiones⁶.

En gran parte, el incremento en los precios de los valores por razones meramente especulativas, fue por causa de la ausencia de información veraz y relevante sobre los emisores y los valores transados y por el uso de información privilegiada entre los banqueros y las comisionistas de bolsa, con el propósito de mantener el interés de los inversionistas en el mercado y así obtener mayores recursos y comisiones. En la medida en que esta cortina de humo se empezó a volver insostenible, los precios de los valores negociados en la NYSE empezaron a mostrar debilidades, hasta que el jueves 24 de octubre de 1929, una abrupta caída del 11% del mercado prendió las alarmas en Wall Street y los inversionistas, desesperados, empezaron a vender sus acciones, lo que dio lugar a que el lunes 28 de octubre, el mercado cayera un 13% adicional y el martes 29 de octubre, otro 12%. Sólo el lunes y el martes (conocidos como el *Black Monday* y el *Black Tuesday*), el mercado perdió 30 mil millones de dólares de la época. Éste fue sólo

⁶ Cfr. Schifferes, Steve. *Lessons from the 1929 stock market crash*, 2008. Disponible en: <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7656949.stm>; Consultado el 10 de agosto de 2013.

el inicio de lo que se conoció posteriormente como la Gran Depresión, cuya recuperación solo tuvo lugar hasta 1941.

Fue a raíz de la crisis de 1929 y sus devastadoras consecuencias para la economía global que se expidieron en Estados Unidos las dos leyes sobre mercado de valores, que son el *Securities Act* de 1933 que regula las emisiones en el mercado primario y el *Securities Exchange Act* de 1934 que se refiere a las operaciones en el mercado secundario. Fue mediante el *Securities Exchange Act* que se creó la *Securities Exchange Commission* (SEC) como la entidad de supervisión de valores. Posteriormente, la SEC adoptó la Regla 10b-5 con el propósito de establecer herramientas más fuertes para sancionar el fraude en la compra y venta de valores⁷. Esta regla se traduce en que es ilegal, respecto a la compra o venta de cualquier valor, que cualquier persona, directa o indirectamente, mediante el uso de cualquier medio o instrumento de comercio interestatal, o de correos, o de cualquier otra facilidad del mercado de valores nacional: (i) use cualquier mecanismo, esquema o artificio para defraudar; (ii) realice cualquier declaración falsa de un hecho material o no declare un hecho material necesario para realizar declaraciones no desorientadoras, a la luz de las circunstancias bajo las cuales las declaraciones fueron realizadas; o (iii) incurra en cualquier acto, práctica o curso de negocios que opere o se pueda operar como fraude o engaño a una persona en relación con la compra o venta de cualquier valor.

Al respecto, la Corte Suprema de Justicia de los Estados Unidos ha establecido que el concepto de “fraude en el mercado” está construido bajo la idea de que los inversionistas confían generalmente en la suposición de que el precio de mercado está fijado válidamente y que ninguna manipulación insospechada ha inflado artificialmente el precio, y por ende confían indirectamente en la veracidad de las declaraciones en las que se basa el precio⁸.

Ahora bien, la negociación de valores con base en información material y no pública ha sido sancionada y considerada, en algunos casos, como “fraude”, razón por la cual los jueces en Estados Unidos han aplicado la Regla 10b-5 a este tipo de casos. No obstante,

⁷ Schaumann, Niels B. *Gilbert Law Summaries: Securities Regulation*. Chicago: The Barbri Group, 2002. p. 206

⁸ Cfr. *Ibíd.* p. 225

existen diferentes interpretaciones sobre cuáles son los casos de negociación de valores con base en información material y no pública que deben ser considerados fraudulentos y cuáles no, debido a que la Regla 10b-5 no prohíbe expresamente este acto *per se*, sino hasta tanto el mismo sea considerado como un fraude al mercado. La jurisprudencia de los Estados Unidos ha tomado diferentes posiciones sobre esto, algunas veces complementarias, que se ven reflejadas en las siguientes tesis⁹:

- Teoría del acceso igualitario: Esta teoría sostiene que cuando una persona tiene acceso directo a la información, o recibe de un tercero dicha información, está obligada a revelarla al mercado para que todos los inversionistas reales o potenciales tengan acceso igualitario a la misma. Por lo anterior, es sancionado quién tenga información privilegiada y la utilice para obtener provecho, sin haberla revelado al público ni a las personas con las que llevó a cabo las transacciones sobre los respectivos valores. A su vez, esta teoría es complementada con la teoría de “revelar o abstenerse”, consistente en que “cualquiera que a sabiendas reciba información material interna de una compañía, cuando la misma no es pública, tiene un deber fiduciario de abstenerse de usarla para propósitos personales o de revelarla antes de negociar valores con base en ella”¹⁰. Dicha tesis también indica que quién obtiene información de alguien con el deber de revelarla, a su vez hereda ese deber.
- Teoría del deber fiduciario: A diferencia de la teoría del acceso igualitario, la teoría del deber fiduciario establece que sólo se constituye fraude cuando quien usa la información o quién la transmite a un tercero está obligado bajo un deber fiduciario de no revelar la información, la cual fue aplicada en el caso *Chiarella vs. Estados Unidos*. Esta teoría fue ampliada posteriormente, debido a que en el caso *Dirks v. SEC*, la Corte Suprema de Justicia decidió que no sólo los administradores de una compañía tienen deberes fiduciarios, sino también aquellos a quienes se les transmite dicha información, siempre que exista una relación de confidencialidad especial por los servicios que preste a la compañía, denominado un *constructive insider*. Esta tesis fue posteriormente blanco de críticas por parte de la SEC.

⁹ Cfr. Op. Cit. Torrado Angarita. pp. 236 - 237

¹⁰ *Ibíd.* Torrado Angarita. pp. 232

- Teoría de la apropiación inadecuada: Esta teoría establece que quién reciba información privilegiada para un propósito en particular, y posteriormente la use para propósitos diferentes, de beneficio propio, sin autorización del dueño o parte reveladora, incurre en fraude. Bajo esta teoría, fue condenado un socio de una firma de abogados que asesoraba a uno de sus clientes en una oferta pública de adquisición sobre otra compañía y quién, antes de que la información sobre la oferta fuera pública, adquirió valores de su cliente que posteriormente lo beneficiaron debido a un incremento sustancial en su precio (United States vs. O'Hagan).

A partir de las anteriores teorías, que han dado lugar a una evolución en la manera de definir el deber de quién obtiene información privilegiada, respecto a su uso o revelación, ha surgido un entendimiento más preciso sobre el concepto “deber”. Para la doctrina, éste término es claro y significa que la compra o venta de valores de un emisor, basándose en información material que no es pública sobre los respectivos valores o el emisor, incumplimiento el deber de confianza que se debe, directa o indirectamente al respectivo emisor, o a cualquier persona que sea la fuente de dicha información material no pública, viola la regla 10B-5¹¹.

¹¹ Op. Cit. Schaumann. p. 229

CAPÍTULO II

INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN COLOMBIA: REGULACIÓN EN LOS ÁMBITOS CIVIL, ADMINISTRATIVO Y PENAL Y ANÁLISIS DE CASOS POR INVESTIGACIONES ADMINISTRATIVAS.

2. Regulación en los ámbitos civil, administrativo y penal

2.1. El concepto de información privilegiada

Antes de analizar la regulación sobre uso de información privilegiada en Colombia desde diferentes ámbitos, es pertinente estudiar el concepto de información privilegiada y sus elementos, conforme el ordenamiento colombiano.

Al respecto, el artículo 75 de la Ley 45 de 1990, establece que:

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

De acuerdo con el artículo 75 de la Ley 45 de 1990, para que determinada información sea privilegiada la misma debe cumplir con tres requisitos: (i) debe ser de carácter

concreto¹²; (ii) no debe haber sido revelada al público; y (iii) en caso de haber sido revelada al público, habría sido tenida en cuenta por un inversionista medianamente diligente y prudente para efectos de negociar los valores correspondientes¹³ (es decir, la misma debe ser material¹⁴).

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

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

El Decreto 2555 de 2010 amplía el alcance a la definición de información privilegiada, ya que incluye (i) la información sujeta a reserva; y (ii) cualquier información que deba darse a conocer al público pero que no se ha hecho pública.

Consideramos que esta definición es no es muy acertada y su aplicación literal podría conllevar a ciertos problemas, pues no toda la información sujeta a reserva, sin distinción alguna, tiene una materialidad relevante para el mercado de valores¹⁵. En ese

¹² El término “concreto” según el diccionario de la lengua española es un adjetivo que significa: “Dicho de un objeto: considerado en sí mismo, particularmente en oposición a lo abstracto y general, con exclusión de cuanto pueda serle extraño o accesorio”, como también “Preciso, determinado, sin vaguedad”.

¹³ Este es un elemento que involucra un juicio de valor, pues supone la necesidad de establecer si la información hubiera sido o no tenida en cuenta por un inversionista prudente y diligente al momento de operar en el mercado y en qué forma. Es decir que no toda información concreta que no haya sido dada a conocer al pública da lugar a que se configure información privilegiada, ya que es preciso distinguir la información material de la no material

¹⁴ Actualmente no existe una definición de información de carácter concreto o material. Se trata de un concepto de textura abierta, en la cual la interpretación por vía de doctrina y jurisprudencia del Autorregulador del Mercado de Valores (“AMV”) cumple un rol muy importante.

¹⁵ De conformidad con el Manual para la Graduación de Sanciones de AMV no se tiene en cuenta como normatividad aplicable la incluida en el Decreto Único precisamente porque confunde los conceptos de información privilegiada e información reservada. Cfr. Autorregulador del Mercado de Valores, *Manual para la Graduación de Sanciones*, Bogotá: 2010.

sentido, la definición de información privilegiada contenida en el artículo 75 de la Ley 45 de 1990 es más precisa y se ajusta más adecuadamente a los objetivos de la regulación del mercado de valores¹⁶.

2.2. Prohibición al uso indebido de información privilegiada

De acuerdo con el artículo 75 de la Ley 45 de 1990, existen tres tipos de conductas prohibidas frente a la información privilegiada:

- a) El uso de esta información con fines de realizar operaciones en el mercado de valores, ya sea directamente o por interpuesta persona;
- b) El suministro de esta información a terceros que no tienen derecho a recibirla; y
- c) El dar consejos para la compra o venta de valores en el mercado con base en esa información¹⁷.

A continuación nos referiremos a algunos aspectos generales sobre cada una de estas prohibiciones.

En primer lugar, vale la pena tener en cuenta que la aplicación de las prohibiciones previstas bajo el artículo 75 de la Ley 45 de 1990 varía dependiendo del sujeto. Dado que la norma antes citada se refiere expresamente a “*ninguna persona*” respecto del uso de información privilegiada para la realización de operaciones en el mercado de valores, podemos afirmar que ésta es una prohibición general, aplicable a cualquier persona. Por el contrario, la prohibición en cuanto al suministro de información privilegiada a terceros que no tienen derecho a recibirla y el dar consejos para la compra o venta de valores con base en información privilegiada únicamente aplica a “*las personas que hayan recibido información privilegiada en ejercicio de sus funciones o los intermediarios de valores*”. En consecuencia, estas prohibiciones requieren de un sujeto calificado, ya sea porque se exige que éste haya conocido la información privilegiada en ejercicio de sus funciones o porque se trata una persona que realice actividades de

¹⁶ Ley 964 de 2005, Art. 1ª: (...) a) Objetivos de la intervención: 1. Proteger los derechos de los inversionistas. 2. Promover el desarrollo y la eficiencia del mercado de valores. 3. Prevenir y manejar el riesgo sistémico del mercado de valores. 4. Preservar el buen funcionamiento, la equidad, la transparencia, la disciplina y la integridad del mercado de valores y, en general, la confianza del público en el mismo.

¹⁷ En la legislación anglosajona esta conducta es conocida como “tipping” o “procuring trading”.

intermediación en el mercado de valores, de acuerdo en el artículo 7.1.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010.

La segunda observación se refiere al perfeccionamiento como tal de estas conductas prohibidas. La lectura literal de la norma parece indicar que bajo la primera hipótesis (el uso de información privilegiada para hacer operaciones en el mercado de forma directa o indirecta) se requiere la celebración efectiva de operaciones en el mercado de valores, mientras que frente a la segunda y tercera hipótesis basta con que se suministre la información privilegiada a un tercero o que se aconseje con base en la misma, para que se configure la conducta prohibida. No obstante lo anterior, una parte de la doctrina¹⁸ ha interpretado que la norma exige siempre una afectación real y efectiva al mercado (eficiencia y objetividad en la formación de precios e igualdad de condiciones frente al acceso a la información disponible), por lo que incluso bajo el segundo y tercer supuesto el receptor de la información privilegiada o del consejo debe proceder a la celebración de operaciones en el mercado de valores con base en información privilegiada. Para algunos autores, el suministro de información privilegiada o los consejos de compra o venta de títulos con base en información privilegiada, no son conductas que por sí solas, generen una ventaja injustificada en el mercado, por lo que no pueden sancionarse bajo el artículo 6 de la Ley 27 de 1990. Lo anterior, sin perjuicio de que tales conductas si puedan constituir una infracción a deberes fiduciarios en cabeza de las personas que las realicen, entre otras. Este punto sigue siendo objeto de discusión y su respuesta depende de si al artículo 75 de la Ley 45 de 1990 se le da una interpretación literal o si por el contrario se debe analizar de forma teleológica.

2.3. Relación entre información privilegiada e información relevante

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 oportuna al mercado, a través de la Superintendencia Financiera de Colombia”, toda información relevante. Al respecto, información relevante se encuentra definida por el artículo 5.2.4.1.5 del Decreto 2555 de 2010 como toda situación relacionada con un emisor o su emisión que habría sido tomada en cuenta por un experto prudente y diligente al comprar, vender o

¹⁸ Op. Cit. Torrado Angarita. p. 238

conservar los valores del emisor o al momento de ejercer los derechos políticos inherentes a tales valores.

Es pertinente tener en cuenta la relación que existe entre aquella información cuya revelación resulta obligatoria y la información privilegiada. En primer lugar, a partir de la definición de información relevante es posible identificar una característica en común con la información privilegiada, y es que ambas hacen referencia a la información que hubiera sido tenida en cuenta por inversionista (en el caso de la información privilegiada) o por un experto (en el caso de la información relevante) prudente y diligente a la hora de tomar decisiones sobre la compra, venta o conservación de valores negociados en el mercado.

2.3.1. Autorización especial para no divulgar información relevante

No obstante la obligación que tienen los emisores de revelar información relevante, en aquellas circunstancias en las que su divulgación pueda causarle un perjuicio al emisor o pueda poner 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.

El artículo 5.2.4.1.7 del Decreto 2555 de 2010 establece que dicha solicitud debe incluir:

- “a) Una descripción clara y detallada del hecho respecto del cual se solicita la no publicación;*
- b) Justificación de las razones por las cuales se solicita la no publicación;*
- c) Lista completa de las personas que conocen la información que se pretende no publicar, incluyendo también a personas no vinculadas al emisor. La lista deberá estar permanente actualizada y deberá contener, como mínimo, el nombre completo y documento de identificación de cada persona, la fecha en que cada una de ellas tuvo conocimiento de la información, así como la constancia sobre que las personas relacionadas conocen su inclusión en la lista y las consecuencias legales derivadas de la violación del deber de confidencialidad;*

d) Plazo durante el cual se solicita la no publicación de la información;
e) Medidas adoptadas por el emisor para garantizar que la información respecto de la cual se solicita la no publicación sea conocida exclusivamente por las personas incluidas en la lista a que se refiere el literal 3 del presente artículo, así como aquellas medidas tendientes a evitar su divulgación y uso indebido. La Superintendencia Financiera de Colombia evaluará la razonabilidad de la solicitud y, en caso de autorizar la no divulgación de la información, fijará un plazo máximo para ello. Cuando la solicitud sea negada, el emisor deberá divulgar la información de forma inmediata, en los términos del presente capítulo. Antes del vencimiento del plazo concedido, el emisor podrá solicitar prórroga del mismo, en caso de subsistir los supuestos de hecho que dieron lugar a la autorización. El plazo podrá prorrogarse, cuantas veces sea necesario, por los términos que en cada caso fije la Superintendencia Financiera de Colombia. Se entenderá obligatoria la publicación de la información cuando haya transcurrido el plazo concedido sin que se haya solicitado una prórroga, o cuando la misma haya sido solicitada pero no haya sido otorgada, o cuando la respectiva información, o cualquier aspecto relevante de la misma, se haga pública por cualquier medio. En estos casos el emisor deberá divulgarla al mercado, en los términos previstos en el presente decreto”.

Al respecto, vale la pena tener en cuenta que el parágrafo primero de la norma antes citada equipara expresamente la información relevante respecto de la cual se solicita su no divulgación con la información privilegiada. Por tal motivo, el uso de dicha información por parte de cualquier persona, incluyendo pero sin limitarse, a aquellas personas listadas en la solicitud del emisor está prohibido.

2.4. Consecuencias administrativas por el uso indebido de información privilegiada

La Superintendencia Financiera tiene la facultad de sancionar a quienes incurran en cualquiera de las infracciones previstas en el artículo 50 de la Ley 964 de 2005. Al respecto, el literal e) de dicha norma establece como infracción “incumplir las normas sobre información privilegiada, o utilizar o divulgar indebidamente información sujeta a reserva”.

De acuerdo con el artículo 53 de la Ley 964 de 2005, las sanciones aplicables a las infracciones previstas en el artículo 50 de la misma ley son las siguientes, las cuales podrán acumularse, siempre que dicha acumulación no riña con su naturaleza, a saber:

- a) Amonestación;
- b) Multa a favor del Tesoro Nacional¹⁹;
- c) 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;
- d) 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;
- e) 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;
- f) 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 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;
- g) 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

¹⁹ Para el 2013, las multas aplicables para personas naturales pueden ser de hasta \$183.672.890 y hasta \$921.562.776 para las personas jurídicas.

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.

2.5. El uso de información privilegiada bajo Código Penal Colombiano

Además de considerarse una infracción administrativa, el uso indebido de información privilegiada constituye un delito conforme al Código Penal Colombiano. De acuerdo con el artículo 258 este Código, “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”.

En seguida, la norma antes citada adiciona que incurrirá en la misma pena aquel 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”.

En relación con esta norma vale la pena hacer los siguientes comentarios. El inciso primero del artículo 258 es general y no se refiere exclusivamente a la comisión de la conducta al interior del mercado de valores, por lo que puede aplicar a una diversidad de situaciones en las que ocurra un abuso de las atribuciones del cargo en una entidad privada, en relación con información obtenida por el sujeto activo calificado (empleado, directivo o miembro de junta u otro órgano de administración) por razón o con ocasión de su profesión u oficio y con la finalidad de obtener un beneficio para sí o para un tercero.

Por el contrario, el inciso segundo del artículo sí hace una referencia expresa a la comisión de este delito al interior del mercado de valores. Sin embargo y tal y como lo

ha explicado la doctrina en varias ocasiones, esta norma tiene algunas fallas desde el punto de vista conceptual y práctico. Para comenzar, la definición establecida no califica la información objeto de protección de la misma forma que la Ley 45 de 1990; únicamente establece que debe tratarse de información (i) conocida por el sujeto activo en razón de su profesión u oficio; y (ii) que no sea de conocimiento público. En ese orden de ideas, la norma en el Código Penal deja de lado los requisitos de concreción y materialidad de la información, ampliando el espectro de aplicación de esta norma a toda información confidencial que haya sido conocida por el sujeto activo en razón de su profesión u oficio, incluso cuando en tales casos pueda no haber daño al bien jurídico tutelado: el mercado en sí mismo y la formación objetiva de precios de los valores que allí se transan.

Por otra parte, la norma del Código Penal exige que para que el sujeto activo incurra en el delito previsto en el inciso segundo éste debe utilizar información “conocida por razón de su profesión u oficio”. Esta exigencia es desafortunada, pues deja por fuera todos aquellos casos en los que la persona utiliza información habiéndola obtenido de una fuente diferente, situación que se encuentra claramente proscrita por el artículo 75 de la Ley 45 de 1990.

2.6. El uso de información privilegiada en el Derecho Comercial Colombiano

Aparte del régimen sancionatorio administrativo (Ley 45 de 1990 y Ley 964 de 2005) y de las sanciones punitivas previstas en el Código Penal, existe en Colombia un régimen de responsabilidad por el uso de información privilegiada en materia societaria, la cual se deriva del régimen de responsabilidad de los administradores.

Al respecto, el artículo 23 de la Ley 222 de 1995 le impone una serie de deberes a los administradores de las sociedades comerciales, entre los cuales están el de obrar de buena fe, con lealtad y con la diligencia de un buen hombre de negocios. Estos principios se caracterizan por el compromiso que los administradores deben tener frente la compañía, actuando siempre con miras a la realización del objeto social, de forma leal, y procurando privilegiar los intereses de la sociedad sobre los propios o los de terceros.

Uno de estos deberes es el deber de abstenerse de utilizar indebidamente información privilegiada. De conformidad con la Circular Externa 100-006 de 2008, proferida por la Superintendencia de Sociedades “debe entenderse como información privilegiada aquella a la cual sólo tienen acceso directo ciertas personas, (sic) (como son los administradores) en razón de su profesión u oficio, la cual por su carácter, está sujeta a reserva, ya que de conocerse podría ser utilizada con el fin de obtener provecho o beneficio para sí o para un tercero”.

Adicionalmente, la Superintendencia de Sociedades considera que en los siguientes eventos el administrador está haciendo uso indebido de información privilegiada:

“Se considera que hay uso indebido de la información privilegiada cuando quien la posee y está en la obligación de mantenerla en reserva, incurra en cualquiera de las siguientes conductas, independientemente de que su actuación le reporte o no beneficios:

a) Que suministre la información privilegiada a quienes no tienen derecho a acceder a ella.

b) Que use la información privilegiada con el fin de obtener provecho propio o de terceros.

c) Que oculte la información privilegiada maliciosamente en perjuicio de la sociedad o en beneficio propio o de terceros, lo cual supone usarla solo para sí y, por abstención, en perjuicio de la sociedad para estimular beneficio propio o de terceros.

d) Igualmente, habrá uso indebido de la información privilegiada, cuando existiendo la obligación de darla a conocer no se haga pública y se la divulgue en un medio cerrado o no se le divulgue de manera alguna.” (Subrayado fuera del texto).

La Superintendencia de Sociedades ha establecido algunas causales de exoneración por el uso de información privilegiada, que se refieren a aquellos casos en los que (i) el órgano competente de la sociedad autorice expresamente al administrador el

levantamiento de la reserva; (ii) la información se le suministre a las autoridades facultadas para solicitarla y previa su solicitud; o (iii) la información sea puesta a disposición de los órganos que tienen derecho a conocerla, tales como la asamblea general de accionistas, la junta de socios, la junta directiva, el revisor fiscal, los asociados en ejercicio del derecho de inspección y los asesores externos, etc²⁰.

De lo anterior, es posible concluir que el régimen societario tiene su propio concepto de información privilegiada, diferente al establecido para el mercado de valores y el penal. En primer lugar, la definición de la Superintendencia de Sociedades se refiere a información sujeta a reserva, esto es, información que no puede revelar la sociedad. Por otro lado, la prohibición se refiere a información a la que sólo tienen acceso ciertas personas, en razón de su profesión u oficio, a diferencia del concepto establecido en el ámbito del mercado de valores, en donde la información no necesariamente debe ser conocida en virtud de esta situación para que se configure una infracción.

Por otra parte, se puede configurar una infracción comercial por uso de información privilegiada en situaciones adicionales a aquellas contempladas por la regulación del mercado de valores. Esto es porque junto a la prohibición que existe en cuanto al uso y suministro de la información, y el dar consejos para la compra o venta de valores con base en dicha información, está la conducta consistente en el ocultamiento de información en perjuicio de la sociedad, o cuando la misma no se haga pública teniendo el deber de hacerlo.

El régimen de información privilegiada previsto en la Ley 222 de 1995 es diferente a aquel previsto bajo la Ley 45 de 1990, no solo por los elementos que definen el concepto de información privilegiada, sino también porque el ámbito de aplicación de la norma comercial no se circunscribe al uso de información para obtener una ventaja en la negociación sobre los valores de la compañía, pues se puede aplicar a cualquier situación en la cual el administrador pueda obtener un beneficio para sí o para un tercero con ésta.

²⁰ Superintendencia de Sociedades de Colombia. Concepto 220-059047 del 26 de octubre de 2006.

2.7. Responsabilidad civil por el uso indebido de información privilegiada

Como hemos visto hasta el momento, existen diversas sanciones para las personas que incurren en el uso indebido de información privilegiada, las cuales tienen el objetivo de disuadir a los agentes para prevenir la ocurrencia de estas conductas en el futuro. Aparte de dichas sanciones administrativas, comerciales y penales que se derivan del uso indebido de información privilegiada, es importante recalcar que esta conducta puede ocasionar un daño patrimonial a personas determinadas e indeterminadas por lo que también son susceptibles de generar responsabilidad civil en cabeza de quien las cometa.

De manera general, el régimen de responsabilidad civil establece que quien haya causado un daño injustificado a otra persona está en la obligación de indemnizarlo²¹. Esta disposición es el fundamento de la responsabilidad civil extracontractual, en virtud del cual se protege el derecho de cualquier persona que ha sufrido un daño y que no está obligado a soportar, a ser reparada.

En ese mismo sentido, el artículo 76 de la Ley 45 de 1990 establece que las personas perjudicadas por el uso de información privilegiada podrán intentar la correspondiente acción de responsabilidad civil para la indemnización del daño causado.

2.7.1. Concepto de “víctimas” por el uso indebido de información privilegiada – bien jurídico tutelado

A primera vista, resulta obvio que tanto el emisor al cual se le sustrae la información privilegiada, como a las personas que actúan como contrapartes directas de aquel que hace uso indebido de la misma para realizar operaciones en el mercado de valores, son víctimas del uso indebido de información privilegiada. Por un lado, al emisor se le sustrae información de su propiedad por lo que desde esta óptica en algunas legislaciones la conducta se asemejaba al delito de hurto (*misappropriation*). A las contrapartes directas de quien hace uso de la información para realizar operaciones en el mercado de valores, se les genera una lesión pecuniaria, producto de la celebración de

²¹ Artículo 2341 del Código Civil Colombiano: El que ha cometido un delito o culpa, que ha inferido daño a otro, es obligado a la indemnización, sin perjuicio de la pena principal que la ley le imponga por la culpa o el delito cometido.

un negocio viciado, en el que el defraudador conoce información que ellas desconocen y que de haber conocido la misma, tales contrapartes muy probablemente se habrían abstenido de celebrar el negocio respectivo.

Es algo más complejo (pero no imposible) extender la calidad de víctimas a las personas que durante el tiempo en que el sujeto que hace uso indebido de la información privilegiada comenzó a actuar en el mercado, y hasta el momento en que la información se hace pública, actuaron en la posición contraria²². Algunos de los argumentos que sobre el particular ha esgrimido la doctrina son los siguientes:

La regulación del mercado de valores en está encaminada a garantizar que el precio de un título, en un determinado momento, sea determinado de forma objetiva, producto del libre juego de la oferta y la demanda, y que se establezca con igualdad de información por parte de todos los participantes en el mercado.

“(...) 2. Cuando el indiciado, con base en información privilegiada, presenta una postura de compra y logra que alguien le venda, éste está engañando no sólo a quien es su contraparte sino a todo el mercado, el cual piensa que esa tendencia es plenamente legítima y procede igualmente a vender sus títulos.

“3. Las operaciones precedentes y las tendencias que se forman, son los criterios de información más importantes con base en los cuales las personas actúan en el mercado y, si esas operaciones precedentes y/o tendencias se encuentran “contaminadas” por uso indebido de información privilegiada, evidentemente ha habido un engaño para quienes tuvieron aquéllas en cuenta y se vieron influenciados por las mismas en sus decisiones de inversión (...)”²³.

En estos casos en los que habría un número considerable de víctimas, es viable que tales víctimas soliciten la reparación por el daño que les ha sido causado por el uso indebido de información privilegiada, vía la acción de grupo o de clase prevista en la Ley 472 de 1998.

²² Cfr. Op Cit. Torrado Angarita. p. 250

²³ Cfr. Ibíd. p. 251

2.8. Aplicación en Colombia de la regulación sobre el uso indebido de información privilegiada: estudio de casos por investigaciones administrativas

A continuación haremos un breve recuento sobre los casos de investigaciones y/o sanciones por uso indebido de información privilegiada en Colombia que hemos identificado a la fecha, a cargo de la Superintendencia Financiera de Colombia, la Cámara Disciplinaria de Bogotá y el Autoregulador del Mercado de Valores (en adelante, el AMV):

2.8.1 Resoluciones 01316 y 0874 del 13 de junio de 2007, expedidas por la Superintendencia Financiera²⁴:

Esta investigación se inició en contra de una sociedad comisionista de bolsa (la sociedad comisionista AA), que finalizó con la imposición de una multa en contra de la investigada por \$38.950.236. La sociedad comisionista AA había realizado operaciones sobre valores durante los meses de julio, agosto y septiembre de 2003 haciendo uso de información sobre el índice de precios al consumidor (IPC) antes de que éste fuera publicado oficialmente.

En este caso, la Superintendencia consideró que la información sobre el IPC era privilegiada, en la medida en que era información concreta, de carácter reservado (hasta tanto el mismo no es publicado oficialmente por el DANE) y que, a su vez, tiene relevancia respectivo a la conformación de los precios de valores, especialmente aquellos valores de deuda pública o TES, por lo que cumplía con las condiciones atribuibles a la información privilegiada.

La Superintendencia terminó sancionando a la sociedad comisionista AA por “(i) realizar operaciones por cuenta propia con base en información privilegiada; (ii) suministrar a terceros la información privilegiada, y (iii) dar asesoría o consejo a terceros con base igualmente en información privilegiada”²⁵.

²⁴ Cfr. *Ibíd.* pp. 256 - 258

²⁵ Cfr. *Ibíd.* p. 256

2.8.2. Resolución 1450 de septiembre de 2008, expedida por la Superintendencia Financiera en contra de inversionista²⁶:

La Superintendencia Financiera impuso una sanción a un inversionista (Señor BB), quien en su momento era ex alto directivo de una empresa partícipe de un grupo empresarial. La Superintendencia sancionó la conducta del señor BB al utilizar información privilegiada para comprar 69.359 acciones de la empresa CC, igualmente parte del mismo grupo empresarial, por un valor de \$650.000.000 (casi la tercera parte del patrimonio del señor BB), días antes de que se hiciera público el proceso de venta de la empresa CC a una multinacional. De acuerdo con lo manifestado por la Superintendencia Financiera, el señor BB logró una utilidad de más de \$150.000.000 derivada del comportamiento de las acciones de la empresa CC con posterioridad a la revelación de su proceso de venta.

La información privilegiada sobre el proceso de venta de la empresa CC fue obtenida, según la Superintendencia, de personas que continuaban vinculadas a la empresa CC y a la empresa donde anteriormente trabajada el señor BB y que mantenían vínculos cercano con el señor BB. Adicionalmente, la Superintendencia tuvo en cuenta que el cargo que anteriormente desempeñaba el señor BB, le permitía hacer parte de las juntas directivas de varias sociedades pertenecientes al mismo grupo empresarial, que a su vez eran accionistas de la empresa CC.

En este caso, la entidad impuso una multa en contra del señor BB por \$41.000.000

2.8.3. Resoluciones 32 de marzo 27 y 72 del 17 de septiembre de 1998 de la Cámara Disciplinaria de la Bolsa de Bogotá²⁷:

La investigación fue iniciada en contra de una sociedad comisionista de bolsa (sociedad comisionista AA) y contra uno de sus representantes legales. En el caso en particular, la sociedad comisionista AA se había convertido en accionista de una entidad financiera (la entidad BB) como consecuencia del incumplimiento de unas operaciones repo. Se

²⁶ Revista Semana, *Sanción Ejemplar*, 4 de octubre de 2008, disponible en: <http://www.semana.com/economia/articulo/sancion-ejemplar/95839-3> Consultado el 20 de agosto de 2013

²⁷ Cfr. *Ibíd.* p. 258-260

llevó a cabo una reunión de asamblea general de accionistas de la entidad BB el 4 de septiembre de 1997, en la cual se discutió de la orden por parte de la Superintendencia Financiera de capitalizar la entidad BB por \$7.300.000.000 con el fin de asumir y superar los problemas que se estaban presentando en su situación financiera, a más tardar, el 10 de septiembre de 1997 e, igualmente, de la posibilidad de fusionarse con otra entidad financiera (la entidad CC), fusión que sería una solución y dejaría sin efecto la orden de capitalización. No obstante lo anterior, la entidad BB no reveló la orden de capitalización al mercado en general. El representante legal de la sociedad comisionista AA (el señor DD) asistió a dicha reunión de asamblea de accionistas, y posteriormente manifestó esta discusión en la junta directiva de la sociedad comisionista AA.

El 22 de septiembre de 1997, la sociedad comisionista AA realizó operaciones sobre 205.433.366 títulos nominales de CDT de la entidad BB, de lo cual la Cámara probó que se habían obtenido utilidades de \$2.899.202. Dichas operaciones se realizaron debido a que el representante de la comisionista había aconsejado a sus clientes vender dichos CDTs y asimismo, invertir debido a la intención de fusionarse con la entidad CC. Posteriormente, el 21 de noviembre del mismo año, debido a no haber cumplido con la orden de la Superintendencia Financiera, la entidad BB fue intervenida bajo la figura de la toma de posesión para liquidación.

La Cámara Disciplinaria sancionó tanto a la sociedad comisionista AA y al señor DD con una multa de \$15.000.000 y con la expulsión del señor DD como representante de la sociedad comisionista AA, en la medida en que el señor DD conocía de un hecho concreto relativo a la orden de capitalización y a la intención de fusión con la entidad CC, que era relevante o material y que no había sido conocido por el público, lo cual implicaba en dicha información cumplía las condiciones para ser privilegiada. Igualmente, consideró que sólo con el hecho de haber realizado operaciones sobre CDTs de la entidad BB implicada el uso de la información privilegiada que había obtenido en calidad de accionista. Adicionalmente, el señor DD fue sancionado por no revelar dicha información, a pesar de tener la obligación de hacerlo.

Según el doctor Torrado Angarita, este caso no sólo requería de la intervención de la Cámara Disciplinaria de la Bolsa de Bogotá, sino también de la participación de la Superintendencia de Valores (ahora Superintendencia Financiera), en la medida en que

como consecuencia de no haber comunicado el hecho al público, ni tampoco haber sancionado a la entidad BB por no haber realizado la revelación, causó un impacto económico negativo al mercado en general, en contraste con el beneficio económico obtenido por la sociedad comisionista AA y sus clientes²⁸.

2.8.4. Acuerdo de terminación anticipada No 37 de 2007 de el AMV²⁹:

Esta investigación se inició en contra de un operador (señor AA) encargado de la negociación de acciones de todos los portafolios de inversión de los fondos administrados por un fondo de pensiones y cesantías (el Fondo BB). El señor AA, gracias a su posición dentro del Fondo BB, tuvo conocimiento sobre una estrategia de inversión de los portafolios de los cuales era operador, la cual era considerada como información confidencial y, por ende, no disponible al público.

El señor AA, a su vez, era ordenante de sus padres, por lo que en su nombre, usó esta información para favorecer a sus padres y negociar títulos del Fondo BB. Siendo que la información con base en la cual el señor AA realizó las operaciones a favor de sus padres, era información confidencial, el AMV consideró que el señor AA había hecho uso indebido de información privilegiada. Lo anterior, en la medida en que la información que poseía el señor AA sólo podía ser utilizada por el Fondo BB y en beneficio de si mismo, y no para obtener intereses personales del señor AA o de su familia. Adicionalmente, el AMV encontró que la estrategia de inversión del Fondo BB coincidió con las operaciones que realizó el señor AA a favor de sus padres, lo que tuvo como resultado que las compras realizadas por el señor AA fueran a un menor precio y tuvieran una rentabilidad significativa.

Dentro de la investigación, se llegó a un acuerdo de terminación anticipada donde el señor AA aceptó la imposición de una sanción de suspensión de 12 meses y una multa de \$15.000.000.

²⁸ Cfr. *Ibíd.* p. 260

²⁹ Disponible en: <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/2007112195827.pdf> Consultado el 20 de agosto de 2013

2.8.5. Resolución No 03 de 27 de mayo de 2008 de la sala de revisión tribunal disciplinario de AMV³⁰

Esta investigación fue adelantada en contra de una funcionaria de una sociedad comisionista de bolsa (la señora CC) por haber usado información privilegiada al aconsejar a terceros basándose en dicha información. La información privilegiada consistía en la intención de la sociedad comisionista de bolsa donde la señora CC trabajaba (la sociedad comisionista DD) de fusionarse con otra sociedad comisionista de bolsa (la sociedad comisionista EE).

Dentro del período en el que el proyecto de fusión se consolidaba y la información relevante sobre el proyecto de fusión fue revelado como información relevante a través de la Superintendencia Financiera de Colombia, que fue un período máximo de dos días, la señora CC realizó múltiples operaciones de compra y venta de valores de la sociedad comisionista DD para ocho de sus clientes, dentro de los cuales hubo un cliente específico que obtuvo sustanciales utilidades de dichas operaciones (el señor FF). El señor FF, a su vez, tenía relaciones estrechas de amistad con varios de los miembros de la junta directiva de la sociedad comisionista DD y de la sociedad comisionista EE.

En el caso específico del señor FF, éste actuó como ordenante de su empresa, y la señora CC realizó las operaciones. A su vez, la señora CC recomendó a otros de sus conocidos fuera de la ciudad, la compra de acciones de la sociedad comisionista DD.

El AMV consideró que este caso se trataba de uso indebido de información privilegiado, en la medida en que la información sobre la fusión de las sociedades comisionistas DD y BB era concreta sobre dicha situación, material y relevante tenía al tener un efecto jurídico, económico y financiero y porque no era pública en el período en el que se realizaron las transacciones debido a que todavía no había sido revelada a través del módulo de información relevante de la Superintendencia Financiera.

³⁰ Disponible en: <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20080606182929.pdf> Consultado el 20 de agosto de 2013

El AMV impuso a la señora CC una sanción de suspensión de su cargo por 12 meses. A su vez, el AMV impuso al señor FF una sanción consistente en la suspensión por 24 meses y una multa de \$79.846.520.

2.8.6. Resolución No. 04 de 26 de julio y Resolución 01 de enero 28 de 2008 de la sala de revisión tribunal disciplinario de AMV (Artículo)³¹

La información privilegiada que se usó en el caso objeto de esta investigación también fue la intención de la sociedad comisionista DD de fusionarse con la sociedad comisionista EE. Ésta se inició contra un profesional de la dirección de comunicaciones e imagen corporativa de la sociedad comisionista DD (el señor GG), quién obtuvo, como consecuencia de su cargo, información relacionada con la intención de fusión entre las sociedades comisionistas DD y EE, con anterioridad a que dicha información fuera revelada mediante el módulo de información relevante de la Superintendencia Financiera. Al señor GG se la había encomendado elaborar el comunicado de prensa para hacer pública la intención de fusión, de manera verbal y posteriormente mediante un correo electrónico de parte de su jefe.

El señor GG entregó la información sobre la intención de fusión a las señora HH, y con dicha información, la señora HH adquirió, por cuenta del señor GG, acciones de la sociedad comisionista DD, y que al ser vendidas una vez la información relevante fue pública, dio lugar a utilidades importantes para el señor GG.

El AMV consideró que el señor GG había hecho uso indebido de información privilegiada, porque dicha información, en primer lugar, tenía dicha calidad (según lo indicado anteriormente) y porque éste, con anterioridad a su publicación, había manifestado dicha información a la señora HH y posteriormente había realizado operaciones de compra de acciones de la sociedad comisionista DD, a través de la señora HH, obteniendo para sí un beneficio, en contra de los intereses de los demás inversionistas.

³¹ Disponible en: <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20080606190421.pdf> Consultado el 20 de agosto de 2013.

El AMV impuso una sanción pecuniaria al señor GG por la suma de \$9.000.000. Igualmente, se impuso una sanción a la señora HH de 6 meses de suspensión y una multa de \$15.000.000, debido a que ésta no sólo había realizado operaciones en nombre de GG, sino que también había adquirido en nombre propio y de alguno de sus clientes, acciones de la sociedad comisionista DD, con base en dicha información privilegiada.

2.8.7. Proceso No. 2 del 1 de abril de 2003, el cual terminó en acuerdo de terminación anticipada, por el AMV³².

En este caso, el AMV inició una investigación contra el representante legal (señor II) de una sociedad comisionista de bolsa (sociedad comisionista JJ) el cual finalizó en un acuerdo de terminación anticipada celebrado entre la Bolsa de Valores de Colombia y la sociedad comisionista JJ, consistente en la suspensión de actividades del señor II por un año, más la imposición de la multa máxima para persona natural equivalente a \$28.600.000.

Respecto de los hechos de este caso, el 23 de abril de 2011, la empresa KK y la empresa LL informaron a la Superintendencia de Valores (ahora Superintendencia Financiera) que habían obtenido autorización de las juntas directivas para adelantar trámites tendientes a la posible fusión de ambas compañías, y citaron a una reunión de asamblea general de accionistas de ambas empresas el 31 de julio del mismo año para aprobar el respectivo proyecto de fusión, razón por la cual desde el 11 de julio pusieron a disposición de los accionistas, en el domicilio de las empresas, el proyecto de fusión, incluyendo la relación de intercambio, que era 6.6 acciones de la empresa KK por 1 acción de la empresa LL. Sólo hasta el 25 de julio, esta información fue revelada masivamente al mercado, a través de medios de comunicación.

La Bolsa de Valores de Colombia identificó que el precio de las acciones de la empresa LL se había incrementado un 62,19% entre el 13 y el 24 de julio, a pesar de que dicha acción estaba clasificada como de baja bursatilidad, cuyo incremento se debía, entre otras, a operaciones realizadas por las sociedad comisionista de bolsa JJ a favor de un inversionista (el señor MM) por \$141.782.213. En conversaciones telefónicas, el señor II le explica al señor MM que está comprando acciones de la empresa LL debido a que

³² Cfr. Op. Cit. Torrado Angarita. pp. 261 - 264

con motivo de la fusión, le darán 6,5 acciones de la empresa KK por una acción de la empresa LL, y que dicha información la había obtenido del secretario general de una de las empresas aunque la misma, todavía no era pública.

El AMV consideró que este caso se trata de uso indebido de información privilegiada, dado que la información, (i) si bien podía ser conocida por todos los accionistas desde el 11 de julio, la misma seguía teniendo carácter reservado debido a que no la conocía el público en general sino solamente los accionistas; y (ii) se trataba sobre un hecho material, que debía haber sido revelada al mercado en general desde el 11, pero que sólo se reveló el 25 de julio.

No se conoce de ninguna investigación iniciada por la Superintendencia de Valores (ahora Superintendencia Financiera) en contra de las empresas KK y LL, como consecuencia de su incumplimiento, en calidad de emisores de valores, de revelar al mercado, como información eventual, la relación de intercambio en el momento en el que la misma fue revelada a sus accionistas.

CAPÍTULO III: REGULACIÓN SOBRE RESTRICCIONES Y OBLIGACIONES ESPECIALES DIRIGIDAS A LOS ADMINISTRADORES RESPECTO AL USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

3.1. Restricciones aplicables a los administradores en general.

El artículo 404 del Código de Comercio establece que los administradores de sociedades anónimas no pueden “enajenar o adquirir acciones de la misma sociedad mientras estén en ejercicio de sus cargos, sino cuando se trate de operaciones ajenas a motivos de especulación y con autorización de la junta directiva”.

Esta prohibición está relacionada el uso de información privilegiada, tal y como lo ha manifestado la Superintendencia de Sociedades³³, ya que “quien tiene acceso a los documentos y a la información de la sociedad se encuentra en ventaja frente a aquellos accionistas que no cuentan con esa posibilidad, la disposición exige que los administradores no solo detenten tal calidad sino que se encuentren en ejercicio de sus cargos, porque es de esta manera como valiéndose de su posición en la compañía pueden derivar provecho de la información que conocen para enajenar o adquirir acciones en condiciones más favorables y de las cuales no tienen conocimiento los demás asociados”.

Frente a esta prohibición general concerniente a las operaciones que pueden realizar los administradores de las sociedades en general, existen dos excepciones. En primer lugar, cuando tales operaciones de adquisición se realicen con sujeción al derecho de preferencia. La segunda excepción es que se tenga autorización de la junta directiva con dos terceras partes sin incluir al solicitante, siempre que dicho órgano determine que la operación no constituye una actividad especulativa³⁴.

³³ Superintendencia de Sociedades de Colombia, Oficio 220-047597 del 27 de septiembre de 2007

³⁴ “La especulación implica que el administrador valiéndose del conocimiento que tiene de la información de la sociedad, determina cuando resulta más favorable vender o comprar acciones, manipulando de esta manera el mercado accionario para obtener beneficios económicos a su favor, en situación de ventaja frente a aquellos accionistas alejados de la administración”. Superintendencia de Sociedades, Oficio 220-047597 del 27 de septiembre de 2007.

3.2. Obligaciones específicas de los administradores de emisores de valores

A la luz de lo previsto en el artículo 404 del Código de Comercio, el numeral 10) del literal b) del artículo 5.2.4.1.5 del Decreto 2555 de 2010 obliga a los administradores de los emisores de valores a revelar las transacciones que realicen sobre los valores de la entidad a la que se encuentran vinculados. Al respecto la citada norma dice que:

“(...) El emisor deberá divulgar al mercado los hechos que se relacionan a continuación: (...)

Adquisiciones y enajenaciones de acciones por parte de los administradores, ya sea directa o indirectamente, a través de sociedades de familia, de cónyuges, de familiares hasta el cuarto grado de consanguinidad, segundo de afinidad o único civil o, en general, a través de personas naturales o jurídicas con las cuales configuren un mismo beneficiario real. En estos casos deberá informarse si la autorización respectiva fue otorgada por la junta directiva o la asamblea de accionistas, la mayoría con que dicha decisión fue tomada y las condiciones en que fue autorizada la respectiva adquisición o enajenación, de conformidad con lo previsto en el artículo 404 del Código de Comercio. (...)”.

Sobre el particular, vale la pena mencionar que las operaciones que realizan los administradores son de gran importancia para el mercado, pues lo usual es que éstos tengan información de “primera mano” y actualizada en relación con sus respectivas compañías. También es pertinente señalar que esta norma en todo caso se refiere exclusivamente a aquellos eventos en los que el administrador actúa bajo las excepciones mencionadas anteriormente, es decir, con sujeción al derecho de preferencia, en el caso de operaciones de adquisición, y en cualquier caso con la autorización correspondiente por parte de la junta directiva o asamblea de accionistas del emisor.

3.3. La restricción especial aplicable a los administradores de sociedades comisionistas de bolsa

Adicionalmente, el Decreto 1172 de 1980 prevé una restricción especial dirigida a los administradores de sociedades comisionistas de bolsa. Según el artículo 8 de esta

disposición, se prohíbe a los administradores de las sociedades comisionistas de bolsa negociar por cuenta propia o por interpuesta persona acciones de cualquier emisor. Sin embargo, la norma sí autoriza a tales administradores a adquirir valores de su propia sociedad comisionista de bolsa.

Por su parte, el literal b) del artículo 2.9.20.1.5 del Decreto 2555 de 20120 establece que los administradores de sociedades comisionistas tampoco 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. Esta norma tiene su fundamento en el hecho que un administrador a cargo o relacionado con una sociedad comisionista de bolsa tiene, por la naturaleza de sus funciones, acceso a información sensible de mercado sobre la negociación de valores. La norma busca que el administrador no tome ventaja de esta información, limitando la ocurrencia de situaciones irregulares. De hecho, esta prohibición está estrechamente relacionada con las reglas de conducta de las sociedades comisionistas de bolsa, las cuales establecen que dichas sociedades deberán guardar reserva de la información de carácter confidencial que conozcan en desarrollo de su actividad, entendiendo por información confidencial aquella obtenida en virtud de su relación con el inversionista, que no está a disposición del público y que el inversionista no está obligado a revelar³⁵. De la misma forma, las sociedades comisionistas de bolsa, en desarrollo de su actividad de asesoramiento en actividades relacionadas con el mercado de valores, deben guardar reserva respecto a la información confidencial del emisor a la que tenga acceso, entendiendo por información confidencial aquella que no está a disposición del público y que el emisor no está obligado a revelar.

Esta norma ha sido objeto de discusión, ya que quienes están de acuerdo con la prohibición señalan que las sociedades comisionistas de bolsa no deberían utilizar en beneficio propio la información que obtienen en desarrollo de su actividad de intermediación en el mercado, cuando a la vez están gestionando recursos de terceros. La posición predominante en la actualidad sin embargo, argumenta que dicha

³⁵ Fradique-Méndez L., Carlos. *Guía del mercado de valores*. p. 23.

transacción estaría permitida siempre que se observen las normas sobre manejo de conflictos de intereses³⁶.

³⁶ Actualmente, la regulación sobre conflictos de intereses, la cual pretenden dar mayor flexibilidad a los agentes para que bajo ciertas circunstancias puedan administrar las situaciones irregulares en las cuales están inmersos, conlleva una mayor transparencia pues permite que los mismos agentes manejen y revelen teniendo en cuenta la normativa aplicable, las políticas y procedimiento de su entidad y sus superiores jerárquicos, los posibles conflictos de interés en los cuales puedan estar inmersos.

CAPÍTULO IV

RETOS LEGISLATIVOS, JUDICIALES Y DISCIPLINARIOS EN COLOMBIA PARA ALCANZAR UNA EFICAZ PROTECCIÓN AL MERCADO, INCLUYENDO LAS RECOMENDACIONES PLANTEADAS POR LA ORGANIZACIÓN PARA LA COOPERACIÓN Y EL DESARROLLO ECONÓMICOS (“OECD” POR SUS SIGLAS EN INGLÉS) SOBRE USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA.

A continuación nos referiremos de forma específica a ciertos aspectos de la regulación en Colombia sobre uso indebido de información privilegiada que podrían mejorarse, a la luz de lo expuesto en los capítulos anteriores, la experiencia internacional y los principios³⁷ y recomendaciones³⁸ que ha formulado la OECD sobre esta materia.

³⁷ Los Principios de Gobierno Corporativo de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos –OCDE- (en adelante los Principios) fueron respaldados por los Ministros de la OCDE en 1999. Desde entonces, se han convertido en referencia para responsables políticos, inversores, empresas y otras partes interesadas de todo el mundo. Han anticipado la agenda del gobierno corporativo, proporcionando una orientación específica para la puesta en marcha de iniciativas de carácter legislativo y reglamentario tanto en países de la OCDE como en otros no-miembros. El Foro sobre Estabilidad Financiera ha calificado los Principios como una de las 12 normas fundamentales para garantizar unos sistemas financieros sanos. Los Principios también constituyen la base para un extenso programa de cooperación entre la OCDE y los países que no pertenecen a la misma, a la vez que sirven de apoyo al componente de gobierno corporativo de los Informes sobre la Observancia de Códigos y Normas (ROSC) del Banco Mundial/FMI. De acuerdo con el documento de Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE, la finalidad de los Principios es la de ayudar a los Gobiernos de los países miembros y no-miembros de la OCDE en la tarea de evaluar y perfeccionar los marcos legal, institucional y reglamentario aplicables al gobierno corporativo en sus respectivos países, y la de ofrecer orientación y sugerencias a las bolsas de valores, los inversores, las sociedades y demás partes que intervienen en el proceso de desarrollo de un modelo de buen gobierno corporativo. Adicionalmente, los Principios tienen un carácter no-vinculante, y no pretenden la incorporación de disposiciones detalladas en las legislaciones nacionales. Más bien, lo que pretenden es identificar objetivos y plantear diversos medios para alcanzarlos. Su propósito es servir como punto de referencia. Los Principios se refieren en varios apartes de forma general a la manera en que el marco para el gobierno corporativo debe promover “*la transparencia y eficacia de los mercados, ser coherente con el régimen legal y articular de forma clara el reparto de responsabilidades entre las distintas autoridades supervisoras, reguladoras y ejecutoras*”.³⁷ (Subrayado fuera del texto). Sin embargo, de forma expresa, el Capítulo III –Tratamiento Equitativo de los Accionistas- de los Principios prohíbe “el uso de información privilegiada y las operaciones abusivas de autocartera”.

³⁸ En el año 2003, la Mesa Redonda de Gobierno Corporativo de América Latina de la OCDE realizó una Encuesta sobre Uso Indebido de Información Privilegiada, en la cual fue diligenciada por las autoridades de supervisión de 19 jurisdicciones en América Latina. Con base en los hallazgos de la Encuesta, la Mesa Redonda de Gobierno Corporativo de América Latina de la OCDE establece una serie de recomendaciones para las empresas y los responsables políticos en materia de prevención de abuso de información privilegiada y abuso de información privilegiada.

4.1. Se debería unificar la definición normativa de información privilegiada

Tal y como se evidenció en el capítulo anterior, en Colombia existen al menos tres definiciones de “información privilegiada” referentes al mercado de valores.

Por un lado se encuentra la definición del artículo 75 de la Ley 45 de 1990, la cual establece 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”.

Por otra parte, el artículo 7.6.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010, dispone que: “se considera información privilegiada aquella que está sujeta reserva así como la que no ha sido dada a conocer al público existiendo deber para ello”. Vale la pena tener en cuenta que si lo que se pretende es prohibir conductas que (i) distorsionen la formación objetiva de precios bajo el libre juego de la oferta y la demanda de títulos en el mercado; y (ii) limiten la igualdad de condiciones en las que deben poder acceder a la información todos los inversionistas, esta definición es a todas luces desafortunada y su aplicación puede conllevar problemas, pues no toda información sujeta a reserva tiene relevancia para el mercado de valores.

Por último, el inciso segundo del artículo 258 del Código Penal Colombiano establece que comete un delito quien “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”. Esta definición también tiene ciertas fallas, pues no califica la información objeto de protección; únicamente establece que debe tratarse de información (i) conocida por el sujeto activo en razón de su profesión u oficio; y (ii) que no sea de conocimiento público, dejando de lado el carácter de materialidad que debe tener la información frente al mercado de valores para considerarse como privilegiada, lo que en últimas amplía el espectro de aplicación de esta norma al uso de toda información confidencial que haya sido conocida por el sujeto activo en razón de su profesión u oficio, incluso cuando en tales casos puede no haber daño al bien jurídico tutelado.

La coexistencia de estas tres definiciones de uso de información privilegiada bajo la regulación colombiana impide una aplicación consistente de medidas en contra de usos proscritos por los estándares internacionales y obstaculiza la creación de jurisprudencia uniforme. Es por lo anterior que la definición de información privilegiada debe ser una sola.

Aun cuando falta todavía que las autoridades de control (incluyendo las entidades de autorregulación del mercado) precisen ciertos elementos de esta definición, el concepto de información privilegiada contenido en el artículo 75 de la Ley 45 de 1990 responde a estándares internacionales sobre uso de información privilegiada y es el que mejor se ajusta a los objetivos de la regulación del mercado de valores, en particular en cuanto a la protección de los derechos de los inversionistas y a la promoción de un mercado eficiente. Lo anterior, por cuanto esta definición exige que para que determinada información sea considerada como privilegiada, la misma no solo debe ser concreta y confidencial, sino que también debe ser material, esto es, relevante para el mercado de valores; materialidad que se desprende del hecho de que tal información “la habría tenido en cuenta un inversionista medianamente diligente y prudente al negociar los respectivos valores”.

Adicionalmente, vale la pena recalcar que de hecho la Encuesta sobre Uso Indebido de Información Privilegiada de la Mesa Redonda de Gobierno Corporativo para América Latina de la OECD³⁹ favorece este tipo de definiciones para mercados de capitales no muy profundos⁴⁰, frente a aquellas definiciones de información privilegiada en las que se exige que la materialidad se manifieste en la potencialidad que tiene la información, en caso de divulgarse, de afectar el precio de un determinado valor; principalmente por las dificultades probatorias que estas segundas definiciones pueden conllevar.

³⁹ Disponible en: <http://www.oecd.org/daf/ca/49059707.pdf> Consultado el 18 de agosto de 2013

⁴⁰ “La profundización o desarrollo del mercado de valores se mide de forma conjunta por el tamaño, la liquidez, la eficiencia y la concentración del mercado”. Cfr. Fradique-Mendez. p. 23.

4.2. El tipo penal del artículo 258 del Código Penal debería sancionar el uso indebido de información privilegiada independientemente de que dicha información sea conocida por el sujeto activo por razón de su profesión u oficio

Para que el uso indebido de información privilegiada sea considerado un delito, la normativa penal colombiana exige el sujeto activo utilice información “conocida por razón de su profesión u oficio”. Lo anterior implica que, en los casos en los que una persona aconseja a otra la compra o venta de títulos en el mercado de valores con base en información privilegiada, únicamente quien aconseja (“*tipper*”) estaría sujeto a sanciones penales, ya que quien recibe el consejo y realiza la operación (“*tipee*”) solo podría ser sancionado administrativamente⁴¹.

Esto es particularmente grave si se tiene en cuenta que las sanciones administrativas que contemplaba la Ley 45 de 1990 por el uso indebido de información privilegiada, conforme a la cual la multa podía ascender hasta el monto de la operación, fueron limitadas considerablemente por la Ley 964 de 2005, bajo la cual, las multas no pueden exceder ciertos topes máximos, incluso si el monto de la operación o la utilidad percibida son superiores.

En ese sentido, la ausencia de una disuasión real frente para los tipees puede hacer que en ciertas ocasiones sea más rentable incurrir en la conducta prohibida y asumir la posible sanción, frente al beneficio económico que puede llegar a reportar una operación realizada utilizando información privilegiada.

4.3. Debería existir una presunción legal frente a los sujetos que tienen acceso a información privilegiada

Bajo la Encuesta sobre Uso Indebido de Información Privilegiada de la Mesa Redonda para América Latina de la OCDE, todas las legislaciones involucradas excepto por Colombia, Barbados y el Salvador, prevén una lista de personas que se presume tienen

⁴¹ A diferencia de lo que ocurre en Colombia, esta conducta sí constituye un delito en la gran mayoría de las jurisdicciones de América Latina. Así mismo, en los Estados Unidos, con la expedición de la Ley *Sarbanes – Oxley* en el año 2002 se prevén penas de prisión hasta de 25 años, aparte de la imposición de la sanción pecuniaria, por la comisión de fraudes en el mercado de valores, incluyendo pero sin limitarse, al uso indebido de información privilegiada.

acceso a información privilegiada. La creación de tal presunción no solo facilitaría la labor de las autoridades de supervisión frente al control de este tipo de conductas sino que además permitiría a los emisores de valores identificar más claramente a los sujetos a los que deben ir dirigidas las políticas internas de gobierno corporativo relacionadas con el uso de información privilegiada.

Si bien en Colombia existen restricciones específicas a los administradores de emisores de valores y sociedades comisionistas de bolsa frente a operaciones sobre acciones de las compañías que administran, consideramos que es necesario ampliar la presunción a otros funcionarios administrativos que tienen acceso a dicha información, a pesar de no ostentar la calidad de administradores.

4.4. Debería realizarse un esfuerzo integrado respecto a la supervisión y sanción de conductas de uso indebido de información privilegiada y de incumplimientos en los deberes de revelación de información relevante y periódica al mercado

Por último, en la medida en que un emisor divulgue toda información relevante sobre sí mismo, su emisión o sus valores en los términos del artículo 5.2.4.1.5 del Decreto 2555 de 2010 (especialmente de manera oportuna), habrá una menor cabida al uso indebido de información privilegiada, debido a que si dicha información material es revelada al público en general, de forma igualitaria mediante los módulos dispuestos por la Superintendencia para tal propósito, no podría ser utilizada de manera abusiva por unos pocos.

Esto mismo ocurre con la revelación de la información de fin de ejercicio y la información periódica, que le permite a los inversionistas hacer un seguimiento de la situación del emisor y poder así analizar la conveniencia o inconveniencia de sus inversiones. Dicha información (usualmente financiera) puede ser igualmente considerada como información privilegiada mientras no sea pública, razón por la cual, en la medida en que los emisores publiquen esta información en los términos establecidos por la entidad de control (anualmente para la información de fin de ejercicio y trimestralmente para la información periódica), habrá menos tiempo para que la misma llegue a personas que puedan hacer uso indebido de la misma antes de su revelación al público.

Por lo anterior, consideramos que es fundamental que la Superintendencia Financiera, al ser el ente de control sobre los emisores de valores, también encamine sus esfuerzos a exigirle a los emisores la revelación clara, completa y oportuna de información que, de conformidad con el artículo 5.2.4.1.5 del Decreto 2555 de 2010, sea considerada como relevante, al ser información que de ser conocida, sería utilizada por un inversionista mediatamente prudente y diligente.

No es secreto que dicha información debe ser revelada al público, sin embargo, la oportunidad con la que dicha información sea revelada es esencial para evitar ventanas de tiempo donde personas con acceso a la misma puedan hacer uso de ella y generarle así un daño a sus contrapartes, al emisor y al mercado. Dentro de los casos analizados en el presente escrito, es claro cómo los períodos de tiempo donde se realizan operaciones, se comunica la información privilegiada o se dan consejos con base en ella, son en su mayoría, generados por la demora en la revelación de la información al público, lo cual es obligación del emisor. Por lo anterior, no sólo deben sentirse amenazados por sanciones las sociedades comisionistas de bolsa o los inversionistas que hagan uso indebido de información privilegiada, sino también los emisores, quienes deben entender que gran parte de la responsabilidad por el daño que pueda causar este tipo de situaciones al mercado y a ellos mismos, les es imputable.

CONCLUSIONES

- La transparencia de la información en el mercado y la igualdad en cuando al acceso a dicha información son condiciones fundamentales dentro del mercado de valores, debido a que sólo éstas permiten a los inversionistas tomar decisiones informadas de inversión.
- Quién obtiene provecho por el uso de información privilegiada, defrauda a los demás partícipes del mercado de valores, debido a que cualquier provecho obtenido, implica una pérdida económica para quienes, al no tener dicha información, no pudieron aprovechar la ganancia o evitar la pérdida en igual medida que el defraudador.
- En algunos casos, la Corte Suprema de Justicia de los Estados Unidos ha considerado la negociación de valores con base en información material y no pública como “fraude” y, por ende, ha dado aplicación a la Regla 10b-5 con el propósito de sancionar el fraude en la compra y venta de valores.
- En Colombia existen al menos tres definiciones de “información privilegiada” referentes al mercado de valores, establecidas en la Ley 45 de 1990, el Decreto 2555 de 2010 y el Código Penal. La coexistencia de estas tres definiciones impide una aplicación consistente de medidas en contra de usos proscritos por los estándares internacionales y obstaculiza la creación de jurisprudencia uniforme, razón por la cual debe unificarse.
- La legislación contempla igualmente restricciones sobre uso de información privilegiada a los administradores de emisores de valores y de sociedades comisionistas de bolsa, cuyo propósito es evitar el uso de información privilegiada por personas que, por la naturaleza misma de su cargo, tienen acceso a información que los pone en situación de ventaja frente a los otros agentes del mercado.
- El tipo penal bajo el artículo 258 del Código Penal Colombiano debe sancionar no sólo el uso indebido de información privilegiada por parte de quién la obtenga “en razón de su profesión u oficio” sino en general, a quién habiendo obtenido dicha información (independiente de la razón) la utilice.

- Es conveniente adoptar una presunción legal frente a los sujetos que tienen acceso a información privilegiada, que no esté restringida exclusivamente a los administradores.
- La entidad de supervisión debe encaminar sus esfuerzos a investigar y sancionar tanto las conductas por uso indebido de información privilegiada como el incumplimiento de las obligaciones de revelación de información, debido a que ésta última es, en muchos casos, da lugar a la existencia y uso de información privilegiada.

BIBLIOGRAFÍA

- Fradique-Méndez L., Carlos, Guía del mercado de valores. Bogotá D.C.: Colombia Capital. 2011.
- Rodríguez Azuero, Sergio; Rincón Cárdenas, Erick; Calderón Villegas, Juan Jacobo. Temas de derecho financiero contemporáneo. Bogotá: Universidad del Rosario, 2006.
- Schaumann, Niels B. Gilbert Law Summaries: Securities Regulation. Chicago: The Barbri Group, 2002.
- Schifferes, Steve. Lessons from the 1929 stock market crash, 2008. Disponible en: <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7656949.stm>; Consultado el 10 de agosto de 2013.
- Torrado Angarita, Jorge. El Uso Indevido de Información Privilegiada en el Mercado de Valores Colombiano a la Luz de la Experiencia Estadounidense. Universidad de los Andes; Autoregulator del Mercado de Valores. Revista de Derecho Privado. Ed. 39. Bogotá, D.C.: Septiembre de 2008.
- Autoregulator del Mercado de Valores, Manual para la Graduación de Sanciones, Bogotá: 2010.

Leyes y regulación:

- Código Civil Colombiano
- Ley 964 de 2005
- Decreto 2555 de 2010

Conceptos entidades gubernamentales:

- Superintendencia de Sociedades de Colombia. Concepto 220-059047 del 26 de octubre de 2006.
- Superintendencia de Sociedades de Colombia, Oficio 220-047597 del 27 de septiembre de 2007

Páginas web:

- Revista Semana, Sanción Ejemplar, 4 de octubre de 2008, disponible en:
<http://www.semana.com/economia/articulo/sancion-ejemplar/95839-3> Consultado el 20 de agosto de 2013
- Sanciones AMV, disponible en:
<http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/2007112195827> Consultado el 20 de agosto de 2013
- Sanciones AMV, disponible en:
<http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20080606182929> Consultado el 20 de agosto de 2013
- Sanciones AMV, disponible en:
<http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20080606190421> Consultado el 20 de agosto de 2013.
- Los Principios de Gobierno Corporativo de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos –OCDE– Disponible en:
<http://www.oecd.org/daf/ca/49059707> Consultado el 18 de agosto de 2013