

El uso de información privilegiada en el Derecho colombiano

por

JORGE OVIEDO ALBÁN (*)

SUMARIO

INTRODUCCIÓN.

- I. REGULACIÓN DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN COLOMBIA.
 - II. EL CONCEPTO INFORMACIÓN PRIVILEGIADA Y SU FUNDAMENTO:
 1. CONCRECIÓN.
 2. REFERENCIA A VALORES NEGOCIABLES O INSTRUMENTOS FINANCIEROS.
 3. AUSENCIA DE PUBLICIDAD.
 4. RELEVANCIA.
 - III. SUJETOS.
 - IV. CONDUCTAS, DEBERES Y PROHIBICIONES:
 1. PROHIBICIÓN GENERAL DE REALIZAR OPERACIONES.
 2. SUMINISTRAR INFORMACIÓN PRIVILEGIADA A TERCEROS.
 3. ACONSEJAR LA ADQUISICIÓN O VENTA DE VALORES EN EL MERCADO.
 4. LA OBLIGACIÓN DE REVELAR INFORMACIÓN POR PARTE DE LOS EMISORES.
 - V. ENTIDADES, PROCEDIMIENTOS Y SANCIONES.
 - VI. LOS CASOS DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN COLOMBIA:
 1. SUPERINTENDENCIA FINANCIERA.
 2. CÁMARA DISCIPLINARIA DE LA BOLSA DE BOGOTÁ Y BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA.
 3. AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES.
 - VII. CONCLUSIONES.
- ### BIBLIOGRAFÍA.

(*) Jefe del Área de Derecho Privado, Profesor de Derecho Comercial y Director del Grupo de Investigación en Derecho Privado en la Universidad de La Sabana (Colombia). Profesor de postgrado en las Universidades Javeriana, Externado y de los Andes en Bogotá.

INTRODUCCIÓN

Este trabajo tiene por objeto estudiar la forma como se encuentra regulado el tema relativo al uso de información privilegiada en el Derecho colombiano, tanto desde el punto de vista financiero, como penal y en la autorregulación del mercado de valores. Ello, con el fin de establecer cuáles son los fundamentos sobre los que descansa la regulación colombiana sobre la materia; los sujetos destinatarios de las normas; las conductas, deberes y prohibiciones; tipo de sanciones y entidades encargadas de la aplicación del régimen sobre información privilegiada. Se presentarán además, los casos sobre uso indebido de información privilegiada que han sido fallados por las entidades respectivas, con el fin de plantear algunas consideraciones personales sobre la forma como dicho régimen se ha venido construyendo y aplicando en Colombia, de manera que se pueda hacer una valoración sobre los logros, debilidades y retos que se plantean.

Cabe señalar que, no obstante contar con reglas sobre información privilegiada hace casi dos décadas, la aplicación de la normatividad data de épocas recientes. Tal vez ello se refleje en la poca atención que ha dispensado la doctrina a este tema, encontrándose tan sólo algunas anotaciones esporádicas y poco acertadas en la doctrina societaria y un artículo de revista jurídica, unido a algunas informaciones de carácter periodístico.

I. REGULACIÓN DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN COLOMBIA

La regulación sobre información privilegiada es relativamente reciente en Colombia. En efecto, no obstante que ya la Ley 32 de 1979, por la cual se creó la Comisión Nacional de Valores a la que le fue encargado adoptar las medidas generales para proteger los «...sanos usos y prácticas que deben observarse en el mercado de valores» y «adoptar las demás medidas necesarias para proteger los intereses de quienes hayan efectuado inversiones representadas en los documentos de que trata esta ley» (1), lo cierto es que la primera referencia legislativa que apareció en el país relacionada con el uso de información privilegiada, fue la del artículo 75 de la Ley 45 de 1990. Esta norma estableció una prohibición de carácter general al señalar que ninguna persona podrá de forma directa o por intermedio de otro, realizar operaciones en el mercado de valores, utilizando información privilegiada.

(1) TORRADO ANGARITA, Jorge, «El uso de información privilegiada en el mercado de valores colombiano a la luz de la experiencia estadounidense», en *Revista de Derecho Privado*, núm. 39 (2008), pág. 11.

La antigua Superintendencia de Valores (que tras la fusión con la Superintendencia Bancaria, se transformaron en Superintendencia Financiera), dictó la Resolución 1200 de 1995. Esta resolución estableció una definición de información privilegiada en el artículo 1.1.1.1 y consagró además el deber de revelar información privilegiada y una serie de prohibiciones consistentes en realizar operaciones y revelar tal información en el artículo 1.1.3.1. Adicionalmente, se consagró en el artículo 1.1.1.2 la prohibición para los agentes que intervienen en el mercado de abstenerse de utilizar información privilegiada para sí o para un tercero.

Esta resolución también introdujo por medio del artículo 3.6.1.2 el requisito para las sociedades comisionistas de bolsa, de tener un manual de procedimiento que incluya reglas que permitan evitar que se configuren conflictos de interés y manejo de información privilegiada.

Posteriormente, han aparecido una serie de regulaciones sobre la materia básicamente las contenidas en:

- Ley 222 de 1995, que introdujo una importante reforma al régimen de sociedades y concursos, que en el artículo 23 se refiere al deber de los administradores societarios de abstenerse de utilizar información privilegiada.
- Ley 795 de 2003, modificatoria del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, que en el artículo 26 introdujo el deber legal para una serie de sujetos de abstenerse de realizar operaciones con acceso a información privilegiada, y en el artículo 38 la misma regla, pero para funcionarios de entidades fiduciarias.
- La Ley 964 de 2005, que en su artículo 4 lit. g, autoriza al Gobierno para intervenir en las actividades del mercado de valores por medio de normas generales, para dictar normas en materia de uso indebido de información privilegiada.
- El Código Penal, expedido mediante Ley 599 de 2000, tipificó en el artículo 258 el delito de utilización indebida de información privilegiada, como uno de los delitos contra el patrimonio económico.

Esta primera aproximación permite advertir que, por lo menos desde el punto de vista formal, la regulación sobre información privilegiada en Colombia es un tanto dispersa. Ello tal vez puede constituirse en un obstáculo para su desarrollo y efectiva puesta en práctica. Aunque, claro está, todo depende del criterio con el cual los funcionarios encargados de velar por su correcta aplicación, tanto entes administrativos como judiciales la desarrollen. No obstante, puede ser más conveniente para que los objetivos perseguidos por las normas respectivas sean realidad, que existiere una legislación sistemática y armónica de forma que se eviten los posibles tropiezos deriva-

dos de la referida dispersión normativa. El análisis hecho en los siguientes acápite permitirá verificar si esta primera aproximación crítica es real.

II. EL CONCEPTO INFORMACIÓN PRIVILEGIADA Y SU FUNDAMENTO

El artículo 75 de la Ley 45 de 1990, además de consagrar una prohibición general sobre uso de información privilegiada en el mercado de valores, introdujo un concepto general que sirve de punto de partida para el estudio del tema. La parte correspondiente de la norma dispone:

«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».

Como enseña HERNÁNDEZ SÁINZ, aquellos ordenamientos que buscan proteger el correcto funcionamiento del mercado de valores garantizando su integridad, se apoyan en definiciones generales dirigidas a cualquier tipo de sujetos, donde el eje del sistema lo constituye el concepto mismo de información privilegiada, a diferencia de aquellos (como el norteamericano) que se basan en identificar los sujetos a quienes se destina la prohibición (2). Esta consideración permite afirmar que desde este punto de vista, la definición de la legislación colombiana pertenece al primer grupo. Adicionalmente, en dicha definición se encuentran las cuatro características básicas que según la doctrina deben concurrir simultáneamente, para que la información respectiva pueda ser calificada como privilegiada, a saber (3):

1. CONCRECIÓN

La norma en mención señala que la información de que trata debe ser «de carácter concreto».

(2) HERNÁNDEZ SÁINZ, Esther, *El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*, Thomson Civitas, Pamplona, 2007, pág. 292.

(3) HERNÁNDEZ SÁINZ, *ob. cit.*, pág. 290 y sigs. También se ha destacado que las características de: relevancia, información privada o no pública y referida a valores, se exige por la doctrina en el caso norteamericano, a pesar de no encontrarse una definición de carácter legal. Cfr. GUZMÁN ANRIQUE, Francisco, *Información privilegiada en el mercado de valores*, Lexis Nexis, Santiago, 2007, págs. 43 a 46. Igualmente pueden verse las referencias al Derecho Comparado en: SALAH ABUSLEME, María Agnes, *Responsabilidad por uso de información privilegiada en el mercado de valores*, Lexis Nexis, Santiago, 2004, págs. 10 a 28.

No se encuentra en Colombia definición legal sobre lo que signifique que la información sea concreta. Para ello puede acudir al Derecho Comparado y la doctrina con el fin de aportar luces sobre el significado de este término. Como destaca HERNÁNDEZ SÁINZ, la Directiva 2003/124/CE define el elemento concreción en el artículo 1.1, al establecer que:

«...se entenderá que la información es de carácter preciso si indica una serie de circunstancias que se dan o pueden darse razonablemente o un hecho que se ha producido o que puede esperarse razonablemente que se produzca, cuando esa información sea suficientemente específica para permitir que se pueda llegar a concluir que el posible efecto de esa serie de circunstancias o hecho sobre los precios de los instrumentos financieros derivados correspondientes».

En crítica a la traducción castellana de esta norma, la autora sugiere la siguiente:

«Se entenderá que la información es de carácter concreto si hace referencia a un conjunto de circunstancias que se dan o que puede esperarse razonablemente que se den o a un hecho que se ha producido o que puede esperarse razonablemente que se produzca, siempre que esa información sea lo suficientemente específica como para poder extraer conclusiones sobre el posible efecto de esa serie de circunstancias o hechos en los precios de los instrumentos financieros o de los instrumentos financieros derivados correspondientes» (4).

Ello permite inferir que la información no es concreta, interpretando en sentido contrario, cuando se trate de circunstancias que no se han producido o no es probable que se den y que por ende, consisten en meras especulaciones.

2. REFERENCIA A VALORES NEGOCIABLES O INSTRUMENTOS FINANCIEROS

Insiste la doctrina en el hecho de que la información que pueda considerarse como privilegiada debe tener un contenido determinado que son «valores negociables o instrumentos financieros» (5).

(4) HERNÁNDEZ SÁINZ, *ob. cit.*, pág. 303.

(5) HERNÁNDEZ SÁINZ, *ob. cit.*, pág. 395 y sigs. La autora se apoya en lo que dispone el artículo 1.1 de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado, además del artículo 81.1 de la Ley española 24 de 1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

La norma mencionada señala que esta información, de haber sido conocida, pudo haber incidido en la negociación de instrumentos negociados en el mercado de valores. Desde este punto, la definición también coincide con una de las características requeridas para que la información sea calificada como privilegiada.

3. AUSENCIA DE PUBLICIDAD

Consiste en que la información no se ha hecho pública (6). Ello, no por el hecho de ser secreta o estar sometida a reserva, sino porque no se ha divulgado. En palabras de HERNÁNDEZ SÁINZ:

«La información secreta es aquella cuya divulgación está vetada, pues su titular, por determinadas razones, no desea que sea accesible a otros sujetos. En cambio, la información privilegiada tiene como destino natural su divulgación» (7).

Esta nota característica amerita ser destacada, puesto que a partir de la diferenciación con conceptos que son cercanos, evita incurrir en equívocos a los que puede llegarse —y de hecho se llega, como se verá más adelante— por asimilaciones conceptuales erróneas.

La norma es enfática en señalar que la información de que trata, no debe haber sido dada a conocer al público. También se observa la coincidencia con las características requeridas por la doctrina.

4. RELEVANCIA

Consistente en aquella información «...capaz de generar una respuesta en el mercado. Es una inversión cuyo conocimiento le permite a un inversor realizar una mejor elección» (8), y que además entra en directa relación con la característica de ser concreta (9).

La relevancia es una característica que también se encuentra en la definición legal, al disponer que esta información, de haber sido conocida, la habría tenido en cuenta un inversionista medianamente diligente y prudente al negociar los respectivos valores, es decir, habría hecho la elección más conveniente.

(6) HERNÁNDEZ SÁINZ, *ob. cit.*, pág. 319.

(7) HERNÁNDEZ SÁINZ, *ob. cit.*, pág. 321.

(8) HERNÁNDEZ SÁINZ, *ob. cit.*, pág. 362.

(9) «La concreción de la información se halla en clara conexión con su relevancia, esto es, con su capacidad para influir en la cotización del valor o instrumento al que la información se refiere». HERNÁNDEZ SÁINZ, *ob. cit.*, págs. 303 y 304.

A pesar de la evidente claridad normativa, con posterioridad a esta ley han aparecido otras definiciones de información privilegiada en el Derecho colombiano. La primera es la contenida en el artículo 1.1.1.1 de la Resolución 1200 de 1995 de la Superintendencia de Valores, que dispuso:

«Artículo 1.1.1.1. Definiciones. Para los efectos de la presente resolución se entiende por:

Información privilegiada: 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. Asimismo, 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».

Esta definición era innecesaria. Primero, porque repite lo dispuesto en la definición legal y además porque en el intento de ampliarla, incluye elementos que nada agregan, como son: «Aquella que está sujeta a reserva, así como la que no ha sido dada a conocer al público existiendo deber para ello». Se entiende por parte de la doctrina que estos casos constituyen información que no es pública, por lo que basta la indicación general contenida en la Ley 45 de 1990 antes señalada. Ahora, lo que se considera poco afortunado es que la definición de información privilegiada introducida por la Resolución 1200, haya generado y escindido dos supuestos distintos. Si se observa, la primera parte de la disposición califica como información privilegiada a la que está sujeta a reserva y la que no ha sido dada a conocer al público existiendo deber legal para ello. Parece que se enfatiza en la ausencia de publicidad, sin tomar en consideración las otras notas características, como son la relevancia, el estar referida a valores y ser concreta.

Es clara la generación de un nuevo supuesto que no se consagra en la Ley 45 de 1990, puesto que la segunda parte de la disposición establece que: «asimismo» se considerará como información privilegiada, la que cuenta con las notas características ya señaladas, es decir: como la define el artículo 75 de la Ley 45 de 1990. Esto puede llevar entonces a que de acuerdo con la disposición de la resolución, por el solo hecho de realizar negociaciones en el mercado de valores con utilización de información reservada y no pública, ya se violen las disposiciones de información privilegiada, sin importar si se cumplen o no los otros requisitos mencionados (10).

(10) La doctrina ya ha destacado este error en el que incurrió la resolución 1200. Así lo destaca TORRADO ANGARITA al señalar que la mencionada disposición: «Introduce una

A lo anterior, deben adicionarse dos definiciones de carácter administrativo dadas tanto por la Superintendencia Financiera como por la de Sociedades.

La Superintendencia Financiera, mediante concepto 2007057761 - 003 de 28 de noviembre de 2007, consideró que por información privilegiada debe entenderse:

«...aquella a la cual sólo tienen acceso directo ciertas personas en razón de su profesión u oficio, la cual por su carácter, está sujeta a reserva, que de conocerse podría ser utilizada con el fin de obtener provecho o beneficio para sí o para un tercero» (11).

La definición que da la Superintendencia está equivocada y descontextualizada. Ello, en cuanto la limita a la característica de ser «no pública», obviando las otras características ya mencionadas, entre las cuales cabe destacar nuevamente: concreta, relevante y relacionada con valores o instrumentos financieros. Pareciere que la Superintendencia asimila en este concepto, información privilegiada a la información comercial e industrial de la sociedad sobre la cual debe guardarse reserva. La doctrina ha señalado ya que debe delimitarse el concepto de información privilegiada con conceptos cercanos como información no pública y secreta (12). El hecho de que se utilice información reservada para fines diferentes a la negociación de instrumentos financieros en el mercado de valores, no hace que los sujetos respectivos incluyan el uso indebido de información privilegiada y tampoco sujetos de las normas penales respectivas, como lo sugiere el concepto de la Superintenden-

nación más amplia y diferente a la contemplada en la ley», y «...la Superintendencia de Valores “empaqueta” como si fuera una sola cosa dos conductas bastante diferentes y con efectos también totalmente distintos: Una cosa es violar la reserva a que están sujetos los intermediarios de valores, asunto que ciertamente debe ser castigado y en donde se está amparando o protegiendo a quien tenía el derecho a que dicha reserva se mantuviera, y otra bien diferente y con consecuencias directas en todos los inversionistas, es el utilizar indebidamente información privilegiada para realizar operaciones en el mercado de valores». Adiciona el autor: «No puede en forma alguna afirmar la Superintendencia que la disposición legal se había quedado corta o inservible frente al tema, pues, en la fecha de expedición de la misma, en 1995, la entidad no había iniciado y menos sancionado a persona alguna en el mercado de valores por la conducta que se examina». TORRADO ANGARITA, *ob. cit.*, pág. 20.

(11) Sin indicar para efectos de qué y con qué argumentos jurídicos, el concepto de la Superintendencia agrega, a renglón seguido, de la definición adoptada: «Dicha aclaración es necesaria, pues el concepto de información privilegiada descrito difiere de la definición dada a la información privilegiada por el literal a) del artículo 1.1.1 de la Resolución 1200 de 1995...».

(12) «...Una información secreta nunca podría considerarse como privilegiada, ya que carecería de la característica de la relevancia. Al no estar destinada a ser divulgada, no es previsible que influya en la cotización, puesto que en principio no va a ser puesta en conocimiento de la generalidad de los inversores». HERNÁNDEZ SÁINZ, *ob. cit.*, pág. 322.

cia en varios de sus apartes. Se requiere, se insiste, que dicha información sea relevante y esté relacionada con valores negociados en el mercado.

Por otra parte, la Superintendencia de Sociedades, tanto en la Circular externa, número 20, de 4 de noviembre de 1997, como en oficio de 220-059047 de 26 de octubre de 2006 (que repite textualmente lo señalado en la Circular), ha incurrido en un error conceptual, tal como pasa a destacarse.

Dispuso la Superintendencia en la Circular mencionada:

«Por información privilegiada debe entenderse aquélla a la cual sólo tienen acceso directo ciertas personas (sujetos calificados) 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.

Características de la información privilegiada:

Es necesario que a ella sólo tengan acceso determinadas personas, en razón al cargo o de sus funciones en el sector público o en el sector privado.

Debe tener la idoneidad suficiente para ser utilizada.

Debe versar sobre hechos concretos y referidos al entorno societario o al ámbito dentro del cual actúa la compañía.

Uso indebido de la 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:

Que se suministre a quienes no tienen derecho a acceder a ella.

Que se use con el fin de obtener provecho propio o de terceros.

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

Que se haga pública en un momento inapropiado.

Igualmente habrá uso indebido de la información, 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.

Algunos casos en los cuales no se configura el uso indebido de la información privilegiada:

Cuando el órgano competente de la sociedad autorice expresamente al administrador el levantamiento de la reserva.

Cuando la información se le suministre a las autoridades facultadas para solicitarla y previa su solicitud.

Cuando es 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, etc.».

En la doctrina del Derecho societario también se observa la tendencia conforme con lo que ha entendido la Superintendencia de sociedades a asimilar la información privilegiada, con la información secreta o reservada de las sociedades que por su función, lleguen a conocer ciertos sujetos, entre ellos los administradores societarios. Así, por ejemplo, REYES VILLAMIZAR, cuando al comentar el deber de los administradores, contenido en los numerales 4 y 5 del artículo 23 de la Ley 222, señala:

«En el segundo caso, se refiere a información privilegiada, como la que existe, por ejemplo, sobre situaciones futuras de la compañía, v. gr., emisiones de acciones, solicitud de acuerdo de reestructuración, etc., cuya divulgación puede perjudicar a la compañía» (13).

Varios comentarios ameritan lo anterior:

El primero, es que la Superintendencia descontextualiza el concepto «información privilegiada» al asumirla como la que puede ser utilizada con el fin de obtener provecho para sí o para un tercero. Cabe insistir conforme a lo que se destacó anteriormente, que el concepto tiene una delimitación material muy clara, que es la relevancia y el estar relacionada con valores e instrumentos financieros, no con otro tipo de actividades o negocios.

El segundo, es que el hecho de no ser pública, no debe llevar a afirmar que es privilegiada la información reservada. Efectivamente, se ha señalado anteriormente, que aquella información de carácter reservado o secreto, no puede ser calificada como privilegiada, puesto que esta última es la que está destinada a ser conocida.

Puede considerarse además que la tendencia a ampliar el concepto «información privilegiada» por fuera de su original campo material de acción, también se observa en Colombia en las normas penales. En efecto, el artículo 258 del Código Penal (Ley 599 de 2000) establece dos supuestos diferentes. Mediante el primero, se refiere al

(13) REYES VILLAMIZAR, FRANCISCO, *Derecho Societario*, t. II, 2.^a ed., Temis, Bogotá D. C., 2006, págs. 594 y 595. En el mismo sentido, NARVÁEZ GARCÍA, «El deber de abstención de utilizar indebidamente información privilegiada se explica porque ésta generalmente es confidencial, lo cual implica que sólo puedan utilizarla los administradores en beneficio de la compañía». NARVÁEZ GARCÍA, JOSÉ IGNACIO, *Derecho Mercantil colombiano, teoría general de las sociedades*, 8.^a ed., Legis, Bogotá D. C., 1998, pág. 358.

«...uso indebido de información que haya conocido por razón o con ocasión de su cargo o función y que no sea de conocimiento público con el fin de obtener provecho para sí o un tercero»,

que el que como empleado, directivo o miembro de una junta u órgano de administración de cualquier entidad privada; mientras que el segundo, sí lo restringe al ámbito de la negociación de valores.

Señala la norma en su segundo inciso:

«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».

Se observa con preocupación cómo en el Derecho colombiano el concepto «información privilegiada», ha venido descontextualizándose con la tendencia a ser asimilado a todo tipo de información relevante para los entes económicos. Es conveniente por ello y sobre todo por las implicaciones prácticas que el tema pueda tener, sugerir no alejarse de la definición legal contenida en la Ley 45 de 1990, la cual como se destacó, cumple con las características concurrentes que tanto en la doctrina, como en el Derecho Comparado han sido identificadas. De lo contrario, podría incurrirse en decisiones y sanciones equivocadas.

En cuanto al fundamento de las reglas sobre uso de información privilegiada, puede afirmarse que, no obstante, no aparecer señalado en las normas respectivas, se trata de la transparencia en el mercado, toda vez que así está reconocido en el artículo 1.1.1.2 de la Resolución 1200 de 1995, que consagra los principios que deben orientar en el manejo de los conflictos de interés y el manejo de información privilegiada. Así dispone el artículo en mención:

«Artículo 1.1.1.2. Principios orientadores. Para los efectos de la presente resolución se consideran principios orientadores en relación con los conflictos de interés y el manejo de información privilegiada a los siguientes:

a) Transparencia: Un mercado transparente es aquel en el cual es posible una apropiada formación de precios y toma de decisiones, como consecuencia de niveles adecuados de eficiencia, de competitividad y de flujos de información oportunos, suficientes y claros, entre los agentes que en él intervienen».

Hay en ello coincidencia con los planteamientos que ya ha hecho la doctrina, que consisten en considerar que una de las premisas económicas sobre las que se basa el análisis de la prohibición del abuso de información privilegiada,

es la plena transparencia, que se constituye en uno de los requisitos para alcanzar la eficiencia en el mercado de valores. Así entonces,

«La eficiencia informativa alude a la capacidad de los mercados para incorporar toda la información disponible en los precios de manera que la valoración que incorporan sea lo más exacta posible» (14).

III. SUJETOS

Cabe preguntarse por los sujetos destinatarios de las reglas sobre información privilegiada en el Derecho colombiano. Para ello, se hará una revisión de cada una de las reglas antes mencionadas, con el fin de verificar si existe una constante en las normas respectivas o si, por el contrario, se trata de distintos tipos de sujetos destinatarios.

En sus orígenes, el concepto *insider trading* hacía referencia a personas que se encontraban dentro de la estructura del emisor de valores, de quien se consideraba que violaba los deberes fiduciarios hacia el emisor y hacia los inversores. Actualmente también quedan sujetos a la prohibición en el uso de información privilegiada los *outsiders*, quienes desde una posición externa al emisor obtienen la información y la utilizan en forma indebida. Por ello, en el sistema europeo se ha llegado a considerar que lo importante no es la posición que se tenga, bien sea *insider* u *outsider*, sino que se posea la información privilegiada (15).

La Ley 45 de 1990 abarca tanto a las personas que por razón de su profesión u oficio tengan acceso a información privilegiada, como a cualquier tipo de sujeto. Ello se deriva de lo que aparece formulado en la primera parte del artículo 75 de dicha ley, al señalar que:

«Ninguna persona podrá, directa o a través de interpuesta persona, realizar una o varias operaciones en el mercado de valores utilizando información privilegiada».

Ello, sin perjuicio de abarcar también a los *insiders*, al señalar que:

«Incurrirán en la misma sanción las personas que hayan recibido información privilegiada en ejercicio de sus funciones o los intermediarios de valores (...)».

Por esto, puede afirmarse que la Ley 45 de 1990, siguió la tendencia observada en el Derecho Comparado, de estructurar la regulación sobre información privilegiada a partir de la posesión y utilización de la misma independientemente de la calidad del sujeto.

(14) HERNÁNDEZ SÁINZ, *ob. cit.*, pág. 58.

(15) HERNÁNDEZ SÁINZ, *ob. cit.*, págs. 39 y 40.

No obstante lo anterior, las regulaciones posteriores, como procede a destacarse, han ido restringiendo el campo subjetivo de acción de las normas sobre uso de información privilegiada al enfatizar en las calidades de los sujetos que la poseen.

La Ley 222 de 1995 de reforma al régimen societario, limita el campo de las reglas sobre información privilegiada a los administradores de las sociedades, que según el artículo 22 de dicha ley son: el representante legal, el liquidador, el factor, los miembros de juntas o consejos directivos y quienes de acuerdo con los estatutos ejerzan o detenten esas funciones, por cuanto es para ellos para quienes consagra la prohibición general de abstenerse de utilizar información privilegiada. La Superintendencia de Sociedades, por medio de la Circular Externa, número 20 citada, también restringe el ámbito subjetivo de acción de las normas sobre información privilegiada al señalar que es aquella a la cual sólo tienen acceso directo «...ciertas personas (sujetos calificados) en razón de su profesión u oficio...».

La Ley 795 de 2003 también se ubica dentro de esta tendencia, puesto que el artículo 26 consagra como prohibición general de abstenerse de realizar operaciones a partir de información privilegiada dentro del giro de los negocios de las entidades vigiladas por la Superintendencia Bancaria (hoy financiera) a los directores, representantes legales, revisores fiscales y en general todo funcionario con acceso a dicha información. La norma circunscribe el ámbito subjetivo de acción de la misma a sujetos que hagan parte de la organización de las entidades, nótese como estas normas van especializando la calidad que deben ostentar los sujetos, lo que podría restringir el campo de acción de las mismas y no abarcar las conductas de quienes, sin tener la calidad de funcionarios, podrían poseer información privilegiada y llevar a cabo operaciones como consecuencia de ello.

Por otro lado, en una norma que resulta repetitiva e innecesaria, el artículo 38 de la misma ley estableció que los directores, representantes legales, revisores fiscales y en general todo funcionario de entidades fiduciarias con acceso a información privilegiada deberán abstenerse de realizar cualquier operación que dé lugar a conflictos de interés entre el fiduciario y el fideicomitente o los beneficiarios designados por éste. Es repetitiva e innecesaria, pues no solamente puede entenderse que tales sujetos quedarían comprendidos dentro de los enumerados en el artículo 26 de la misma ley, sino también bajo los supuestos del artículo 75 de la Ley 45 de 1990.

Por su parte, la Ley 904 de 2005, se encamina nuevamente por los cauces abiertos por la Ley 45 de 1990, al señalar en el artículo 4 lit. g, que el Gobierno intervendrá en el mercado de valores, mediante

«...normas en materia de uso indebido de información privilegiada dirigidas a los participantes del mercado y servidores públicos con acceso a dicha información».

Es claro que para esta norma lo importante vuelve a ser la tenencia y utilización de dicha información y no la calidad que puedan ostentar los sujetos. Lo mismo sucede con la Resolución 1200 de 1995, que en el artículo 1.1.1.2, lit. c., consagra la prohibición para todos los «agentes que intervienen en el mercado» de abstenerse de utilizar información privilegiada, sea que hagan o no parte de la organización respectiva.

En cuanto al Código Penal, en el artículo 258 antes mencionado, distingue dos grupos de sujetos relacionados también con el ámbito material en el que se utilice la «información privilegiada». El primero, como ya se destacó, que es referido por fuera de las negociaciones con valores, que la norma limita a: empleados, directivos, miembros de una junta u órgano de administración de cualquier entidad privada, y el segundo que si lo restringe a los que por razón de su profesión u oficio utilicen información privilegiada en el mercado de valores. En el segundo caso, la norma penal abarca más sujetos de los que se incluyen en las normas financieras, por lo que se encuentra una total falta de armonía entre ambas, toda vez que pueden llegar a configurarse eventos en que los sujetos violan las normas penales, por el hecho de que por razón de su profesión u oficio utilicen información privilegiada, pero no las financieras, por no estar comprendidos dentro de la enunciación normativa correspondiente.

Por todo lo anterior, puede afirmarse desde ya que así como ha sucedido con el concepto que a pesar de su claridad inicial ésta se ha ido desdibujando, lo propio acontece con los destinatarios de las prohibiciones, que de una regla general consistente en la posesión de la información, se ha tendido a considerar la posición calificada que se ostenta frente al emisor, hasta llegar a señalar que recientes normas tanto financieras como penales y resoluciones administrativas, limitan la información privilegiada a los casos en que una persona ha tenido acceso a ella en razón de su profesión u oficio, por lo que quedarían por fuera de la legislación todos aquellos que usaren información privilegiada sin haber tenido acceso a ella en razón de su profesión u oficio. Así entonces y frente a lo que se planteó en la parte introductoria, acerca de tratar de encontrar la armonía entre la regulación dispersa, puede afirmarse y concluirse anticipadamente que la legislación colombiana no tiene una regulación sistemática y ordenada, sino dispersa y apoyada sobre pilares diferentes. Resulta conveniente por ello, que tanto los emisores como las entidades gubernamentales de control, piensen en proponer una regulación que además de basarse en la experiencia del Derecho Comparado, trate de evitar y superar todos los errores conceptuales que han ido surgiendo en Colombia los que pueden entorpecer el adecuado desarrollo de la figura.

IV. CONDUCTAS, DEBERES Y PROHIBICIONES

De lo establecido en las normas a las que se ha hecho mención, puede derivarse un grupo de conductas que en sí mismas constituyen uso indebido de información privilegiada. A partir de los elementos coincidentes, se agruparán haciendo los comentarios que se consideren pertinentes. Cabe afirmar, de forma introductoria, que este tipo de conductas prohibidas por la legislación colombiana coinciden con la tipología de conductas o actividades que se prohíbe desarrollar a quienes poseen información privilegiada, conforme se ha desarrollado en el Derecho Comparado y como lo registra la doctrina:

«...la negociación estando en posesión de información privilegiada, la comunicación de la información, salvo en casos justificados y la recomendación o inducción de operaciones a terceros con base en la misma» (16).

a) *Prohibición general de realizar operaciones*

A partir de lo consagrado en el artículo 75 de la Ley 45 de 1990, se puede señalar que existe una conducta genérica que objetivamente significa uso de información privilegiada y consiste en la prohibición a toda persona, de realizar una o varias operaciones en el mercado de valores utilizando tal información. La Resolución 1200 de 1995, en el artículo 1.1.3.1, lit. a, también consagra esta prohibición para las sociedades comisionistas de bolsa y comisionistas independientes, al establecer que deben abstenerse de:

«e.1. Realizar cualquier operación en el mercado utilizando información privilegiada, en los términos del artículo 75 de la Ley 45 de 1990, 27 de la Ley 190 de 1995 y el artículo 1.1.1.1, letra a) de la presente resolución».

A esta prohibición genérica también están sometidos los administradores de sociedades, conforme lo establecido en el artículo 23, lit. g de la Ley 222 ya mencionado; los sujetos calificados enunciados en los artículos 26 y 38 de la Ley 795 de 2003, etc. Claro está, que con el fin de encontrar coherencia con el ámbito material de las reglas sobre uso de información privilegiada, los sujetos de estas normas incurrirían en violación de la prohibición general, siempre y cuando utilicen la información privilegiada en la realización de operaciones en el mercado de valores. Utilizarla por fuera de este mercado podría conllevar que se activen otras normas y prohibiciones y por ende san-

(16) HERNÁNDEZ SÁINZ, *ob. cit.*, pág. 513.

ciones, pero no las relativas a la utilización indebida de información privilegiada, como se ha insistido en líneas anteriores.

1. SUMINISTRAR INFORMACIÓN PRIVILEGIADA A TERCEROS

El artículo 75 de la Ley 45 de 1990, establece además, que incurren en las sanciones respectivas, quienes hayan recibido información privilegiada en ejercicio de sus funciones o los intermediarios de valores y la suministren a un tercero que no tiene derecho a recibirla.

Cabe destacar que la simple lectura de la norma lleva a pensar que el solo comunicar la información a terceros, sea que se realicen o no operaciones, implica incurrir en uso indebido de información privilegiada a diferencia de lo que se establece en la parte de la norma que consagra la prohibición general.

Según un sector de la doctrina, el solo hecho de comunicar la información no puede considerarse como una conducta que constituye uso indebido de la información privilegiada, requiriéndose que se utilice por parte del tercero en transacciones. Así se ha pronunciado TORRADO ANGARITA, quien expresa:

«...nosotros creemos que la correcta interpretación de la norma supone siempre que se hayan efectuado operaciones en el mercado de valores con base en información privilegiada. (...) Ello se deriva del mismo encabezado de la norma cuando señala que: ninguna persona podrá, directamente o a través de interpuesta persona, realizar una o varias operaciones en el mercado de valores utilizando información privilegiada» (17).

El autor se apoya además, en argumentos de Derecho Comparado al señalar:

«...si hay transmisión de información privilegiada, pero no se utiliza la misma de ninguna manera ni con base en ella se realiza operación alguna en el mercado, la revelación podrá constituir cualquier otra infracción, pero resultará inocua frente al mercado de valores que busca proteger la norma que comento. Este mismo razonamiento y exigencia es establecido en la legislación americana, la cual considera que el fraude bajo la sección 10 (b) se consuma, no cuando el fiduciario recibe la información material no pública, sino cuando sin revelarlo a la fuente que le suministró dicha información, se compromete o entra en una negociación de valores...» (18).

(17) TORRADO ANGARITA, *ob. cit.*, págs. 11 y 12.

(18) TORRADO ANGARITA, *ob. cit.*, pág. 12.

Sobre ello, cabe afirmar lo siguiente:

Evidentemente de la lectura de la norma surge la inquietud consistente en determinar si la sola comunicación de la información privilegiada a un tercero, ya convierte a quien la comunica, en acreedor de las sanciones respectivas. La duda, pues la norma no lo establece. Una interpretación diferente a la de TORRADO ANGARITA que se propone, es la siguiente: para efectos de la tipificación de las conductas atentatorias de la prohibición general, bastaría que los que con ocasión de sus funciones o los intermediarios de valores suministren la información a terceros que no tienen derecho de recibirla. Esto, por sí solo haría que el sujeto emisor se haga acreedor a las sanciones que correspondan, porque ya ha violado un deber legal de abstención y genera una situación de peligro en el mercado. Ello, pues la simple lectura del artículo permite deducir que el verbo rector de la frase es «suministrar», por lo cual, basta que se suministre la información para que la conducta genere la sanción.

Adicionalmente, se puede considerar que también el que recibe la información se haría acreedor a las sanciones respectivas, no por el hecho de recibirla, sino cuando la utilice al realizar una o varias operaciones en el mercado de valores, puesto que aquí si se activaría el supuesto establecido en la primera parte del artículo.

Por su parte, el artículo 1.1.3.1 de la Resolución 1200 de 1995, también establece que las sociedades comisionistas de bolsa y los comisionistas independientes deben abstenerse de: «e.2. Suministrar información a un tercero que no tenga derecho a recibirla conforme a las disposiciones citadas».

Ahora, si se trata de apelar al Derecho Comparado como argumento para sustentar la interpretación propuesta, como lo hace el autor comentado, puede señalarse que en el caso español, sobre la base del artículo 81.2 de la Ley de Mercado de Valores, se ha afirmado que:

«...las conductas de comunicación y recomendación sólo ponen en peligro el bien jurídico protegido por el artículo 81.2 LMV. La comunicación indebida de información privilegiada o la recomendación de operaciones no constituyen comportamientos concurrentes en el mercado que resulten contrarios a las exigencias de la buena fe objetiva, pero crean un riesgo elevado de que las personas que reciben la información o la recomendación desarrollen este tipo de conductas. Las dificultades que entraña la detección y la sanción de los casos de negociación sobre la base de información privilegiada hacen recomendable que se adelante la protección del bien jurídico. Utilizando la sistemática penal, podemos decir que la comunicación de información privilegiada es una infracción de peligro abstracto, donde la *ratio legis* del precepto es el peligro que para el buen funcionamiento del mercado supone la circulación in-

debida de estas informaciones (puesto que aumenta el riesgo de que se utilicen» (19).

En Chile, igualmente se ha señalado que conforme al artículo 165 de la Ley de Mercado de Valores:

«Resulta destacable que nuestra regulación no subordine la existencia de la infracción al hecho de que el destinatario de la información haga un uso efectivo de la misma, es decir, no se requiere un resultado concreto de ganancia o de evasión de una pérdida por parte de la persona a quien se le comunicó la información, lo cual demuestra que uno de los valores protegidos por la legislación es el principio de transparencia en el mercado, más que la mera producción de un daño» (20).

2. ACONSEJAR LA ADQUISICIÓN O VENTA DE VALORES EN EL MERCADO

En este caso ya no se trata de que el que posee la información privilegiada realiza directa o indirectamente las transacciones, ni suministra la información, sino que por el contrario recomienda o induce a otros a la negociación de los valores. En este caso, incurriría en las sanciones respectivas, no sólo quien aconsejó, sino quien con base en ello realizó las transacciones.

En la doctrina se sugiere la siguiente interpretación: no bastaría que se haya aconsejado o inducido la venta o negociación de los valores, sino que dichas operaciones efectivamente se lleven a cabo, sosteniendo como argumento que así se ha interpretado en el Derecho Comparado, concretamente en el Derecho norteamericano (21).

Puede observarse que la redacción de la norma sugiere la misma inquietud que en el punto anterior. Contrario a lo que piensa doctrina más autorizada, se considera que la legislación colombiana tipificó esta conducta de modo que sólo basta en haber aconsejado la adquisición o venta de un valor en el mercado para que el sujeto que aconsejó la operación se convierta en acreedor de las sanciones. Adicionalmente cabría considerar como infractor de la prohibición general y también sancionarlo, al receptor que realiza la transacción, puesto que aquí nuevamente se estaría incurriendo en violación de la prohibición general. Independientemente de cualquier interpretación que haya surgido en el extranjero, se puede sostener y ello derivado de la interpretación literal de las normas respectivas, que la legislación colombiana

(19) HERNÁNDEZ SÁINZ, *ob. cit.*, págs. 513 y 514.

(20) SALAH ABUSLEME, *ob. cit.*, págs. 174 y 175.

(21) TORRADO ANGARITA, *ob. cit.*, pág. 12.

quiere proteger el mercado de una forma *ex ante* y no *ex post*, esto es, con el solo hecho de generar la situación de peligro para el mercado y no esperando que se realicen en todo caso las transacciones. Ello puede servir como una especie de antídoto para evitar prácticas indebidas.

También el artículo 1.1.3.1 de la Resolución 1200, establece que las sociedades comisionistas de bolsa y los comisionistas independientes deben abstenerse de: «e.3. Con base en dicha información, aconsejar la adquisición o venta de un valor en el mercado, según lo previsto en el artículo 75 de la Ley 45 de 1990 y el artículo 27 de la Ley 190 de 1995».

Se puede igualmente indicar, que sobre esta conducta se ha señalado en el caso español:

«En cuanto a la recomendación, la razón de su prohibición es que el legislador desea que los comportamientos competitivos en el mercado de valores se desarrollen con lealtad y conforme a las exigencias de la buena fe objetiva. La persona que ha recibido una recomendación de negociación basada en información privilegiada está compitiendo de forma desleal en el mercado y aprovechándose de las ineficiencias intrínsecas del sistema de plena transparencia» (22).

3. LA OBLIGACIÓN DE REVELAR INFORMACIÓN POR PARTE DE LOS EMISORES

Como se destacó en líneas anteriores, la información privilegiada es la que siendo de carácter concreto, está destinada a ser conocida por los inversionistas, por ser relevante para las transacciones que pretenden realizar. Por ello está destinada a ser pública, para que deje de ser privilegiada y su uso no sea indebido. Así, en la doctrina se ha insistido en que quienes la poseen y en principio los emisores de valores, deben revelarla, como una forma de garantizar la transparencia en el mercado.

En Colombia, dicha obligación está consagrada en el artículo 1.1.2.18 de la Resolución 400 de 1995, que fue expedida por la que en su momento era la Superintendencia de Valores (hoy Superintendencia Financiera) y en el artículo 1.1.3.1. lit. a de la Resolución 1200 de 1995. Según la primera disposición:

«Todo emisor de valores deberá divulgar, en forma veraz, clara, suficiente y oportuna al mercado, a través de la Superintendencia Financiera de Colombia, 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

(22) HERNÁNDEZ SÁINZ, *ob. cit.*, pág. 514.

momento de ejercer los derechos políticos internos inherentes a tales valores».

Por su parte, la resolución 1200 consagra dicha obligación, así:

«Artículo 1.1.3.1. Reglas de conducta que deben ser adoptadas por las Sociedades Comisionistas de Valores en relación con su función de intermediación. En desarrollo del capítulo I, del título I, de la parte primera de la presente resolución, las sociedades comisionistas de bolsa y las comisionistas independientes de valores deberán adoptar las siguientes reglas de conducta:

a) Revelar al mercado la información privilegiada o eventual sobre la cual no tengan deber de reserva y estén obligadas a transmitir».

V. ENTIDADES, PROCEDIMIENTOS Y SANCIONES

La entidad encargada de velar por la aplicación de las reglas sobre información privilegiada es la Superintendencia Financiera. Conforme lo dispone la Ley 964 de 2005 en el artículo 49, esta entidad

«...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», entre las cuales se encuentra, según lo dispone el artículo 50, lit. e de dicha ley: «e) Incumplir las normas sobre información privilegiada, o utilizar o divulgar indebidamente información sujeta a reserva»,

y en el literal g:

«No divulgar en forma veraz, oportuna, completa o suficiente información que pudiese 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».

Ahora, entre las sanciones que se pueden imponer, según el artículo 53 de la Ley 964, bien sea a título personal, o institucional, están: a) Amonestación; b) Multa a favor del Tesoro Nacional; 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 Su-

perintendencia de Valores (hoy financiera); *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 (hoy financiera); *e*) Suspensión o cancelación de la inscripción en cualquiera de los registros a que se refiere la ley. La norma dispone también que las sanciones previstas en el presente artículo podrán aplicarse simultáneamente, siempre que su acumulación no pugne con su naturaleza.

De acuerdo con el artículo 58 de la mencionada ley, la actuación administrativa de la Superintendencia para determinar la comisión de infracciones podrá iniciarse de oficio, por queja o por traslado de cualquier autoridad.

Además de lo anterior, en Colombia existe un sistema de autorregulación obligatorio a partir de la Ley 964 de 2005 y el Decreto 1.565 de 2006, aplicable a todos los que realizan intermediación de valores. Los entes autorreguladores tienen una función normativa, de supervisión y disciplinaria tendientes a proteger a los inversionistas y mantener la transparencia e integridad del mercado, tal como se dispone en el artículo 24 y siguientes de la Ley 964. Cabe destacar que recientemente se han adelantado varios procesos disciplinarios por utilización indebida de información privilegiada por parte de la Corporación Autorregulador del Mercado de Valores (AMV) a los cuales se hará referencia más adelante.

Además de lo anterior, debe señalarse que cuando se tipifique el delito de uso indebido de información privilegiada, de acuerdo al artículo 258 del Código Penal, la sanción que impondrán los jueces es de multa que puede ascender a la suma de 1.000 salarios mínimos mensuales legales vigentes.

Resulta tal vez poco adecuado imponer multas, tanto en los procesos administrativos como cuando se tipifique el delito de uso indebido de información privilegiada. En ocasiones, la multa puede resultar poco representativa frente al margen de ganancia obtenido por el actor de la conducta indebida, e incluso hasta ser presupuestada por el mismo, lo que puede conllevar que las conductas prohibidas sean ilusorias (23). Ante ello, el Derecho colombiano debería pensar en otro tipo de penas y sanciones, que incluso en el ámbito penal puede ser hasta de privación de la libertad.

Adicionalmente, cabe plantear que otros mecanismos propios del Derecho Civil que pueden aplicarse frente al uso de información privilegiada, son las acciones de nulidad por ilicitud en el objeto, por tratarse de negociaciones realizadas en violación de prohibiciones legales (24). No obstante, la comple-

(23) También lo advierte en el mismo sentido TORRADO ANGARITA, *ob. cit.*, pág. 18.

(24) Las acciones o «remedios» civiles, tales como la nulidad de las transacciones o la responsabilidad por los daños cometidos con ocasión de las mismas, no son vistas por la doctrina como sanciones eficaces frente al uso de información privilegiada. «...las operaciones de los iniciados no lesionan directamente los intereses patrimoniales de terceros, de ahí que los remedios de índole civil como la nulidad contractual o la exigencia

alidad de los procedimientos judiciales unido a las dificultades de tipo probatorio, pueden hacer que no sea el mecanismo más eficaz para perseguir esta práctica.

VI. LOS CASOS DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN COLOMBIA

Se hace referencia, a continuación, a los casos de información privilegiada en Colombia que se han presentado recientemente, que de hecho constituyen los primeros.

1. SUPERINTENDENCIA FINANCIERA

El primer caso de sanción institucional por uso de información privilegiada fue el sancionado por la Resolución 1316, de 1 de agosto de 2006 (25), que tras los recursos interpuestos la firma sancionada quedó en firme mediante resolución 874 de 13 de junio de 2007 (26).

Los hechos por los que se sancionó a la entidad fueron los siguientes:

La firma «Asesores en Valores, S. A., Comisionista de Bolsa», realizó operaciones de compra y venta de valores dentro de los meses de julio, agosto y septiembre de 2003. La firma llevó a cabo tales operaciones basadas en el Índice de Precios al Consumidor (IPC), cuando éste todavía no había sido publicado por el DANE (Departamento Administrativo Nacional de Estadística).

La firma fue sancionada por: *a)* Realizar operaciones de forma directa usando información privilegiada; *b)* Suministrar a terceros información privilegiada, y *c)* Dar asesoría o consejo a terceros con base en la información.

La Superintendencia consideró que los elementos constitutivos de información privilegiada en el Derecho colombiano consisten en la utilización, suministro y consejo, pues en sí mismas constituyen infracción a la transparencia, seguridad e igualdad en el mercado de valores.

Consideró igualmente la entidad, que el IPC constituye información privilegiada, pues se trata de información concreta y de carácter reservado hasta tanto es revelado por el DANE al público en general. Adicionalmente, señaló

de responsabilidades por daños y perjuicios sólo se puedan utilizar en supuestos excepcionales», como es el caso de la acción social de responsabilidad contra los administradores. HERNÁNDEZ SÁINZ, *ob. cit.*, pág. 716.

(25) Superintendencia Financiera de Colombia, Resolución núm. 1316, de 1 de agosto de 2006.

(26) Superintendencia Financiera de Colombia, Resolución núm. 874, de 13 de junio de 2007.

que tiene una incidencia directa en la conformación de los precios de algunos valores, de forma que siempre será tenido en cuenta por un inversionista diligente y prudente al realizar operaciones.

Nótese que en esta resolución, la Superintendencia optó por la interpretación sugerida en acápite anterior, consistente en determinar que en caso de suministro y consejo de la información privilegiada a terceros para la realización de operaciones, no se requiere que estos realicen las operaciones (27).

Otro caso de sanción por uso indebido de información privilegiada conocido y sancionado por la Superintendencia, es el siguiente:

La Superintendencia Financiera sancionó con multa de cuarenta y un millones de pesos (\$ 41.000.000) a un inversionista, el señor Héctor Arango Gaviria, por violación de las normas sobre utilización de información privilegiada en el mercado de valores (28).

El sancionado, a juicio de la Superintendencia, utilizó información privilegiada para comprar 69.359 acciones de la Compañía Colombiana de Tabaco (Coltabaco), por valor de 650 millones de pesos durante los días 30 y 31 de agosto de 2004, antes del proceso de venta de la tabacalera a una subsidiaria de Philip Morris. En esta operación, el sancionado obtuvo beneficios por ciento cincuenta millones de pesos (\$ 150.000.000).

La sanción se basó en indicios derivados del comportamiento del inversionista, puesto que realizó la inversión antes de que se revelara la compra de la Compañía. Además, se probó que en el mes de realización de la operación: agosto de 2004, el sancionado efectuó y recibió llamadas de personas vinculadas a Coltabaco. También se tuvo en cuenta en la investigación, que algunas operaciones se hicieron a nombre de la esposa del sancionado, quien durante el año anterior no había efectuado ningún tipo de transacción, y justo en los días previos a la operación de venta de la Compañía, hizo la inversión mencionada.

Varias cosas cabe destacar: Lo primero, es que a diferencia del caso anterior, en éste no se trató de un intermediario de valores. Queda claro, a partir de los hechos, que no solamente las personas que actúan como intermediarias en el mercado de valores son las que pueden tener acceso a información privilegiada y actuar conforme a ella. Es por esto que resulta conveniente que en el Derecho colombiano se mantengan las reglas conforme a las cuales pueden aplicarse sanciones a todos los que usen en forma indebida tal

(27) En la Resolución 1316 puede verse con detalle el acervo probatorio sobre el que se basó la Superintendencia para tramitar el proceso e imponer las sanciones. Se encuentra registrada una serie de llamadas por medio de las cuales un funcionario de la firma suministra la información a terceros y aconseja la realización de operaciones.

(28) Superintendencia Financiera de Colombia, Resolución núm. 1450, de 12 de septiembre de 2008.

información, independiente de que a ella hayan tenido acceso en virtud de su profesión u oficio, que como se vio, parece ser la interpretación que pretende abrirse camino en Colombia. De todas formas (y es un dato que todavía no se conoce en el momento de preparación de este trabajo), hubiere resultado importante que la investigación y sanción se hubiere extendido a la persona o personas que suministraron la información que permitió al inversionista realizar la transacción mencionada. Finalmente: lo único que deja dudas sobre la efectividad de este tipo de investigaciones y sanciones son los montos de las multas. Se insiste en que los márgenes de ganancias derivadas de las operaciones realizadas a partir del uso de información privilegiada pueden ser muy elevadas, en contraste con el monto de la sanción, la cual puede incluso ser prevista y presupuestada por el eventual sancionado.

2. CÁMARA DISCIPLINARIA DE LA BOLSA DE BOGOTÁ Y BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA

Además de los dos casos mencionados que han sido investigados y sancionados por la Superintendencia Financiera, cabe destacar que en los niveles de autorregulación también se han conocido casos por uso de información privilegiada.

La Cámara Disciplinaria de la Bolsa de Bogotá, mediante resolución 32, de 27 de marzo, y 72, de 17 de septiembre de 1998, sancionó a una sociedad comisionista con multa y expulsó a uno de sus representantes legales, al considerar que habían usado información privilegiada.

La entidad comisionista, no obstante conocer la orden de capitalización de una entidad financiera por parte de la Superintendencia Bancaria, no la informó al mercado y promovió la celebración de una serie de operaciones sobre valores de dicha entidad, la cual fue intervenida para liquidación, ocasionándose un grave perjuicio para los inversionistas. La Sociedad Comisionista y uno de sus representantes fueron sancionados por haber incumplido el deber de revelar a los inversionistas la información privilegiada que poseía y aconsejarles la realización de operaciones sobre valores.

Como se advierte, la conducta sancionada fue infringir la obligación de revelar la información relevante para la realización de ciertas operaciones, que era privilegiada y tenía la posibilidad de incidir en la toma de decisión en efectuar o no las transacciones respectivas.

De todas formas, cabe señalar que los entes gubernamentales correspondientes también incurrieron en negligencia al no revelar al mercado una información que le interesaba y afectaba. Éste puede advertirse como un hecho a explorar, consistente en la responsabilidad que le compete a las entidades de inspección, vigilancia y control en materia económica y financiera, frente

a la omisión de informaciones que interesan al público en general y que puede llegar a afectarlo.

Otro caso relevante es el que se decidió por Acuerdo de terminación anticipada de proceso disciplinario, número 2, de 1 de abril de 2003, entre la Bolsa de Valores de Colombia, S. A. y un representante legal de una sociedad comisionista de bolsa.

Los hechos que dieron origen al proceso disciplinario fueron los siguientes: Dos sociedades manifestaron a sus accionistas la intención de efectuar un proceso de fusión, incluyendo la relación de intercambio accionaria. No obstante que a los accionistas se reveló la información el día 11 de julio de 2003, al mercado se dio a conocer el 25 de julio. El comisionista sancionado, basándose en la información que conocía por parte del Secretario General de una de las compañías involucradas en el proceso de fusión, sugirió a un inversionista la compra de acciones de una de las empresas.

La entidad autorreguladora consideró que el comisionista incurrió en violación del uso de información privilegiada, pues sugirió la compra de acciones antes de que la información sobre el proceso de fusión fuera revelado al público en general y que dicho comisionista ha debido revelarla al mercado, cuando la supo de parte de su cliente.

El proceso terminó en acuerdo anticipado y se decretó la suspensión y multa al comisionista.

Cabe señalar, que no obstante estar de acuerdo con lo anterior, también se extraña que no se hubiere adelantado ninguna investigación tendiente a determinar la responsabilidad en el suministro de información privilegiada al Secretario General de la Compañía que la reveló al comisionista y además a los administradores que no cumplieron la obligación de revelarla al público en general, sino varios días después de haberse tomado la decisión de efectuar la fusión.

3. AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES

Conforme a lo dispuesto en la Ley 964 de 2005, se impuso la obligación de tener un ente autorregulador a las personas que realicen intermediación de valores. Estas entidades cumplirán, conforme a la ley, funciones normativa, de supervisión y disciplinaria con el fin de proteger a los inversionistas y propender por el mantenimiento de la transparencia e integridad en el mercado. Precisamente, la Corporación «Autorregulador del Mercado de Valores», AMV, basada en el reglamento aprobado por Superintendencia Financiera mediante resolución 2327, de 20 de diciembre de 2006, ha llevado a cabo en el último año una serie de procesos disciplinarios sobre conductas constitutivas de uso indebido de información privilegiada, que se resumen a continuación.

El 11 de julio de 2007 se decidió una investigación sobre información privilegiada en contra de Inés Elvira Sinisterra, funcionaria de la Sociedad Comisionista de Bolsa Interbolsa, S. A. (29). Los hechos que iniciaron el proceso disciplinario fueron los siguientes:

El 4 de agosto de 2006 se publicó a través del módulo de información relevante de la Superintendencia Financiera, una noticia referida a la intención de integración de negocios entre las sociedades comisionistas AA, S. A. y BB, S. A. En la investigación se pudo determinar que entre el 28 de julio y el 4 de agosto de dicho año, antes de la publicación del proyecto de fusión, el volumen de negociación y precio de la acción de AA presentó un comportamiento inusual. Muchas de esas operaciones se realizaron el 4 de agosto, horas antes de la publicación del acuerdo de fusión, por parte de la señora Sinisterra, para varios de sus clientes, entre ellos para una sociedad de la cual era accionista su «compañero permanente». En la investigación se determinó que la señora Sinisterra realizó las operaciones basándose en la información que conocía sobre la integración de las dos sociedades, y con base en ella realizó operaciones de compra y venta de acciones de AA y aconsejó a terceras personas la realización de operaciones sobre la misma. Igualmente, AMV determinó que tal información era privilegiada por: «El inevitable impacto financiero y comercial que generaba dicha información respecto de las sociedades que estaban adelantando el negocio, así como las expectativas que necesariamente generaba el tamaño y segmento de mercado que lograría abarcarse con la futura integración, tenía necesaria ingerencia sobre la negociación de la acción AA. En tal medida, de haber sido conocida esa información por el público, habría sido tenida en cuenta por cualquier inversionista medianamente diligente y prudente para negociar la especie AA». Además, estableció que dicha información era de carácter concreto y relevante y la conducta de la investigada «...afectó gravemente la integridad y transparencia del mercado de valores, en detrimento también de los demás participantes del mercado que negociaron acciones en condiciones de desequilibrio respecto de la investigada».

El Tribunal Disciplinario finalmente impuso la sanción de expulsión por incumplimiento de las disposiciones relativas al uso de información privilegiada.

En otro caso, el Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, también mediante resolución número 10, de 18 de octubre de 2007, decidió una investigación contra César Mendoza Sáenz, por los mismos hechos de la investigación anterior y considerando que el señor Mendoza, en uso de infor-

(29) Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, AMV, Tribunal Disciplinario, Sala de Decisión 2, Resolución núm. 6, de 11 de julio de 2007.

mación privilegiada a través de la sociedad CC de la cual es accionista, compró y vendió acciones de AA, S. A., el día 4 de agosto: «...transgrediendo las disposiciones relativas al uso de información privilegiada y la prohibición de negociar acciones ostentando la calidad de administrador de una sociedad comisionista» (30). Con consideraciones similares a las del caso anterior, se decidió expulsar al sancionado e imponerle multa de setenta y nueve millones ochocientos cuarenta y nueve mil quinientos veinte pesos (\$ 79.849.520).

VII. CONCLUSIONES

A modo de conclusión de lo expuesto en este trabajo, puede indicarse:

- a) A pesar de contar en Colombia con una regulación que ya casi alcanza las dos décadas, solo recientemente se han empezado a conocer casos donde la Superintendencia Financiera y los entes autorreguladores han iniciado investigaciones e impuesto sanciones por uso indebido de información privilegiada en el mercado de valores.
- b) A pesar de la relevancia de los casos y decisiones de los entes sancionatorios, el impacto que el tema logra tener en Colombia, tanto en los círculos académicos, como profesionales, es bastante bajo. Prueba de ello es la escasa y casi nula atención puesta por la doctrina.
- c) Reflejo de lo anterior, constituyen una serie de interpretaciones doctrinales y administrativas equivocadas, acerca de lo que es en realidad la información privilegiada además de la materia que abarca y los sujetos destinatarios de la regulación. Se observa una tendencia a confundir el concepto con otro tipo de materias como la violación de deberes de reserva y confidencialidad, que no obstante su cercanía corresponde a otros escenarios y por ende, conlleva otro tipo de sanciones. Dentro de estas interpretaciones y regulaciones equívocas se destacan la societaria y penal.
- d) Se pone en duda la efectividad de la sanción económica, como un mecanismo que sirva para disuadir a los iniciados en la incursión en prácticas de uso de información privilegiada y como consecuencia que dicha práctica no se erradique. A menos que dichas sanciones estén acompañadas de otras más severas, como puede ser la pena de prisión por incurrir en el delito de utilización indebida de informa-

(30) Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia —AMV—, Tribunal Disciplinario, Sala de Decisión «2», Resolución núm. 10, 18 de octubre de 2007.

ción privilegiada y la expulsión y no admisión en el mercado de valores de quienes realicen dichas conductas, es poco probable que la práctica se erradique.

- e) Finalmente, conviene que en el Derecho colombiano se piense en una regulación sistemática que corrija los equívocos normativos e interpretativos en que se ha incurrido, recoja las experiencias positivas y aciertos de parte de la legislación y se construya un sistema sancionatorio y administrativo-judicial lo suficientemente preparado y dispuesto para aplicar las reglas.

BIBLIOGRAFÍA

- GUZMÁN ANRIQUE, FRANCISCO, *Información privilegiada en el mercado de valores*, Lexis Nexis, Santiago, 2007.
- HERNÁNDEZ SÁINZ, ESTHER, *El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*, Thomson Civitas, Pamplona, 2007.
- SALAH ABUSLEME, MARÍA AGNES, *Responsabilidad por uso de información privilegiada en el mercado de valores*, Lexis Nexis, Santiago, 2004.
- NARVÁEZ GARCÍA, JOSÉ IGNACIO, *Derecho Mercantil colombiano, teoría general de las sociedades*, 8.ª ed., Legis, Bogotá D. C., 1998.
- REYES VILLAMIZAR, FRANCISCO, *Derecho Societario*, t. II, 2.ª ed., Temis, Bogotá D. C., 2006.
- TORRADO ANGARITA, JORGE, «El uso de información privilegiada en el mercado de valores colombiano a la luz de la experiencia estadounidense», en *Revista de Derecho Privado*, núm. 39 (2008), págs. 3 a 28.

RESUMEN

INFORMACIÓN PRIVILEGIADA MERCADO DE VALORES

El presente trabajo contiene una descripción y análisis crítico de la forma cómo se encuentra regulado en Colombia el uso de información privilegiada en el mercado de valores. A partir de una revisión doctrinal, destaca la tendencia en Colombia a confundir el concepto con otro tipo de materias, como la violación de deberes de reserva y confidencialidad, que no obstante su cercanía, corresponde a otros escenarios y por ende, conlleva otro tipo de sancio-

ABSTRACT

INSIDER INFORMATION SECURITIES MARKET

This paper contains a description and a critical analysis of how the use of insider information on the securities market is regulated in Colombia. A review of doctrine underlines the tendency in Colombia to confuse this concept with other kinds of matters, such as violation of the duties of confidentiality and secrecy, which, albeit closely related, corresponds to other scenarios and thus entails another kind of penalties. On the basis of a number of conceptual elements

nes. A partir de algunos elementos conceptuales aportados por la doctrina extranjera, el autor plantea una revisión de las normas que definen y sancionan el uso de información privilegiada en el Derecho colombiano, proponiendo una revisión y unificación de criterios entre las normas societarias, financieras, penales y el sistema de autorregulación.

contributed by foreign doctrine, the author suggests a revision of the rules that define and penalise the use of insider information in Colombian law, proposing a revision and unification of the criteria used in the rules of corporate, financial and criminal law and the self-regulation system.

(Trabajo recibido el 26-2-2010 y aceptado para su publicación el 20-9-2010)