

UNIVERSIDAD SANTO TOMÁS DE AQUINO
FACULTAD DE DERECHO
CENTRO DE INVESTIGACIONES SOCIOJURÍDICAS
FRANCISCO DE VITORIA
MAESTRÍA DERECHO CONTRACTUAL PÚBLICO Y PRIVADO



**“UTILIZACIÓN INDEBIDA DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA COMO
PRÁCTICA QUE ATENTA CONTRA LA LIBRE COMPETENCIA”**

*“La justicia no se restringe al bienestar y
tranquilidad interna de uno solo, sino que debe
considerar el bienestar e integridad del otro”.*

(Kelsen Teoría Pura del Derecho", Buenos Aires, Editorial Universitario, 1982. Pág. 126)

AUTOR: Humberto Bueno Cardona

TABLA DE CONTENIDO

RESUMEN	4
ABSTRACT	6
INTRODUCCION	8
I. CORRELACIÓN DEL TRATAMIENTO EXISTENTE EN COLOMBIA EN MATERIA DE USO INDEBIDO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA FRENTE A LOS ESTÁNDARES INTERNACIONALES EN LA MISMA MATERIA.....	11
II. REGULACIÓN EN EL DERECHO COMPARADO DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN EL MERCADO DE VALORES	19
III. LA LIBRE COMPETENCIA EN EL MERCADO DE VALORES	33
IV. DISPOSICIONES RELACIONADAS CON EL USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN COLOMBIA.....	38
V. FORMAS DE PROTECCIÓN DEL MERCADO DE VALORES. LA AUTORREGULACION DEL MERCADO.....	46
VI. LOS ORGANOS DE CONTROL Y SU PAPEL FRENTE AL USO INDEBIDO DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA.....	52
VII. EL AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES EN COLOMBIA	58
VIII. CASOS EN DONDE SE HA TRATADO EL USO INDEBIDO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN EL MERCADO DE VALORES NACIONAL, A TRAVÉS DE FALLOS EMITIDOS POR EL AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES DE COLOMBIA	65
IX. FALLO DE LA FISCALIA GENERAL DE LA NACION Y ALTAS CORTES RESPECTO AL USO INDEBIDO DE INFORMACION PRIVILEGIADA	70
X. MANEJOS INADECUADOS EN EL CAMPO DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA CAMBIOS A REALIZAR EN LA LEGISLACIÓN VIGENTE.....	74
XI. CONCLUSIONES	85
XII. REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS.....	89
FUENTES DOCTRINARIAS	94
LEGISLACION COLOMBIANA.....	95
LEGISLACION EUROPEA	97
LEGISLACION ESPAÑOLA.....	97

LEGISLACION NORTEAMERICANA.....	97
LEGISLACION CHILENA	97
RELACIÓN NORMATIVA Y JURISPRUDENCIAL EN COLOMBIA	98
RESOLUCIONES SUPERINTENDENCIA DE VALORES (HOY SUPERFINANCIERA)	99
PROVIDENCIAS DEL AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES DE COLOMBIA AMV-	100
WEBGRAFIA	101

RESUMEN

El presente artículo desarrolla un tema de enorme importancia para el Derecho Contractual Privado contemporáneo, trata sobre la utilización indebida de información privilegiada como práctica que atenta contra la libre competencia.

Se parte del análisis concienzudo del contexto realidad en el que se define el uso de información privilegiada, como el objeto a ejecutar operaciones en el mercado de valores en forma previa, lo cual solo aplica para personas vinculadas a tal mercado y tiene para ellos carácter de prohibición exclusiva, por tratarse del Mercado de Valores.

Se analiza, además, desde una perspectiva crítica la figura de la autorregulación en el mercado de valores, apelando para ello a las herramientas propias del análisis económico del Derecho Privado, para una vez estudiado su alcance, en el caso colombiano, en aras a determinar la racionalidad de la funcionalidad, de lo que encarna el uso indebido de información privilegiada en el mercado de valores, como una de las conductas que mayor daño puede causar al mercado por la evidente inequidad que representa frente a los inversionistas y la pérdida que puede generar entre éstos, razón por la cual dicha práctica ha sido severamente castigada a nivel internacional.

Entendiendo que Colombia ha tenido serios cuestionamientos por el tratamiento débil en el uso de la información privilegiada en el campo bursátil, en especial, por la compra y venta de acciones de empresas como una práctica abusiva y recurrente que desborda en un marco de impunidad ya que el tratamiento para los funcionarios partícipes se configura en sanciones meramente administrativas, desde un procedimiento ordinario de tipo disciplinario, esta asimetría resulta incomprensible desde la proporcionalidad del daño económico generado, ya que las penas son pírricas en términos económicos.

De aquí la importancia de que se destaque la gran responsabilidad que le asiste en el control, manejo y vigilancia del uso de información privilegiada en el Mercado de Valores, a la Bolsa de Valores en su Cámara Disciplinaria, al Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia y demás órganos de control como la Superintendencia Financiera, de Sociedades y a la Fiscalía General de la Nación. Son ellos los llamados a implementar una legislación justa y estricta, que sea más preventiva y que permita ser exigente, que maneje una infraestructura sistematizada de datos, una adecuada y amplia fiscalización, con un correcto sistema de penas estricto y proporcional que regulen y cubran la conducta cuando

se configure un indebido uso de información privilegiada como práctica que atenta contra la libre competencia en Colombia, debiéndose asumir y aportar tal estrategia para convertirla en el motor que impulse eficientemente el desarrollo del mercado de capitales.

- **Palabras claves:** *Información Privilegiada, Mercado de Valores, Violación a la Reserva, Secreto, Órganos de Control, Mercado Accionario, Intermediación, Emisores, Intermediarios de Valores, Corredores de Bolsa, Bolsa de Valores, Autorregulador del Mercado de Valores, Transparencia, Seriedad, Confianza, Eficiencia.*

ABSTRACT

This paper develops a topic of great importance to the contemporary private contract law, which is the misuse of insider information as a practice that threatens free competition.

It leads with a throughout analysis of the real context in which the use of privileged information is defined as the act of executing trades before those are announced in the stock market, which only applies to people linked to the stock market, being a forbidden practice.

It is further analyzed from a critical perspective the figure of self-regulation in the stock market, appealing to the tools of economic analysis of private law, once the Colombian scenario is studied, in order to determine the rationality of its functionality, which embodies the misuse of insider trading in the stock market as one of the behaviors that can cause further damage to the market for the obvious inequity presented towards the investors and the losses that may arise between them, reason why this practice has been severely punished internationally.

It must be taken into account how the Colombian law has had some serious mistrust, due to how the use of insider information has been dealt with in the stock market, mainly when related to the purchase and sales of shares in companies as an abusive and usual frame of impunity since the authorities capitalize only on purely administrative penalties in an ordinary disciplinary procedure. This inequality is inconceivable considering how the penalties are minor relative to the substantial economic damages generated.

Hence the importance of the great responsibility which assists in the control, management and monitoring of insider trading in the stock market, the Stock Exchange in its disciplinary chamber, the self-regulating stock market stand Colombia and other supervisory bodies such as the Financial Superintendence of Companies and the Industry and Commerce that with the implementation of legislation, which is more than fair and strict, and allows it to be preventive and demanding, with a systematic data structure, adequate and ample supervision, an appropriate and proportional penal system which contemplates an inadequate behavior of insider trading as a practice which goes against the free competition in Colombia, having to implement and make use of such a policy or strategy to turn it in an engine which propels efficiently the development of the capital market.

With a systematized data infrastructure, adequate and comprehensive audit with a proper system of strict and proportionate penalties that regulate and cover the behavior when a misuse of inside information as a practice that threatens free competition in Colombia, as it should assume that mechanism to become motor is set to boost efficient development of the capital market.

- **Key words:** *Insider Trading, Stock Market, Transgression of Confidentiality, Control Organs, Stock Market, Brokerage, Issuers, Stockbrokers, Stock Exchange, Self-regulating Stock Market, Transparency, Seriousness, Thrust, Efficiency.*

INTRODUCCIÓN

Este trabajo, final de investigación, presenta una propuesta de cambio eminentemente académica, que parte o tiene su formulación en un propósito universal establecido en el sentido de que las operaciones con información privilegiada bursátil denominada en el sistema anglosajón – insider trading – plantean una afectación importante para el correcto y transparente funcionamiento de los mercados de valores, constituyendo la causa de que la mayoría de países que tiene y verifican operaciones de bolsa hayan establecido e implementado la prohibición del uso de información privilegiada en el mercado de valores, no solo expresado en sanciones administrativas sino en sus códigos penales.

El tópico de la información privilegiada tiene, en la actualidad, trascendencia global, que se estructura desde la óptica del interés público, resultando innegable reconocer el actual desarrollo de la economía colombiana, y su crecimiento desde la globalización a través de la firma de diversos tratados comerciales con países como Estados Unidos y los del continente asiático y la integración, en materia de mercado de valores, con Perú y Chile, siendo indispensable formular una normatividad más severa, que guarde más coherencia en su alcance sancionador, que sea un instrumento jurídico moderno, más estricto y oneroso, que modifique la legislación existente en materia de uso de información privilegiada en sus términos como en el contexto realidad actual que se ha formulado.

En consecuencia, el tema en contexto del uso indebido de la información privilegiada en Colombia parte de un funcionamiento no eficiente y proporcional en las penas o sanciones, que no es respetuosa o transparente en el manejo de la libre competencia de los mercados y en la protección a los inversionistas.

Partiendo de que es precaria la regulación en la actividad bursátil que puede suponer un abuso o fraude, el presente trabajo expondrá una visión crítica pero constructiva sobre el pobre desarrollo sancionador existente respecto al uso indebido de información privilegiada, buscando que se garantice un tratamiento justo e igualitario a los inversionistas, que permita un marco de confianza en los mercados de valores, guardando concordancia con el contexto realidad.

Esta situación que por sí misma resalta la importancia de las normas vigentes dentro del régimen económico colombiano, en las cuales al estar vinculadas con el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público, se encuentra desprovista de especial protección desde el punto de vista regulatorio sancionador; en tanto que para su adecuado funcionamiento, la confianza del

público es uno de sus elementos esenciales. Ya que una parte de tal protección se encuentra diseminada en las normas que prohíben el uso de información privilegiada teniendo en cuenta la multiplicidad de bienes jurídicos que se ven vulnerados con su utilización indebida.

De aquí que la política de divulgación de información en el mercado de valores constituya una de las maniobras estratégicas más importantes en el ámbito empresarial, siendo los contactos directos con los asesores financieros uno de los canales más controvertidos y empleados por las empresas a estos efectos, pero el resultado es degenerativo cuando se rompe con ese equilibrio.

Es importante resaltar que en los mercados de valores de los países extranjeros desarrollados se han establecido unas reglas de actuación estrictas y claras que dotan de seguridad a los mercados financieros, manteniéndolos libres de todo tipo de abuso o fraude, teniendo marcos legales supremamente estrictos, a diferencia de Colombia en donde la ley es laxa y vulnerable desde la variable de la sanción administrativa. El creciente desarrollo económico, el crecimiento tecnológico en el campo de las telecomunicaciones y la creación de nuevos mecanismos de contratación internacional han incidido en la aprobación de modernas regulaciones en la mayoría de los países desarrollados que cobijan el uso y manejo de la información privilegiada.

Situación que marca distancia con un correcto mercado de valores, a pesar de la existencia de una Sala Disciplinaria en la Bolsa de Valores, de Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia-AMV, que investiga y sanciona a los indiciados por abusos en la información privilegiada. La tipificación en el actual Código Penal Colombiano, a través de la Ley 1474 de 2011 (julio 12) Artículo 18 modificadorio del Artículo 258 del Código Penal, sobre la cual actúa la Fiscalía General de la Nación y jueces de la República, y la regulación de la Ley 45 de 1990, Artículo 75 y siguientes, sobre la ejecución de actos en el mercado de valores que ameriten el abuso de información privilegiada, serían las herramientas idóneas para sancionar a los infractores, pero encontramos que pese a la existencia de toda esa normatividad tanto a nivel administrativo-financiero como punitivo, este conjunto normativo y de operadores tanto privados como judiciales se constituye en un culto a la liturgia en términos de realidad objetiva¹, en donde la imposición de

¹ Existen normas tendientes a prohibir el uso de información privilegiada en el mercado de valores, dentro de las que se encuentra el Artículo 75 de la Ley 45 de 1990, el Artículo 50 literal e) de la Ley 964 de 2005, el literal c) del Artículo 1.1.1.2, de la Resolución 1200 de 1995, de la extinta Superintendencia de Valores, el numeral 6° del Artículo 5.1.3.1. del Reglamento General de la Bolsa de Valores de Colombia y el Artículo 36 literal e) del Reglamento de AMV.

medidas o penas por parte de los órganos de control, no se hace similar a los estándares internacionales ni mucho menos a la realidad, ni a la gravedad de las conductas realizadas por agentes del mercado, tal es el deplorable caso de la crisis de InterBolsa S.A., en donde toda la estructura piramidal de la empresa en todos sus niveles fueron inoperantes y negligentes por la ausencia de lealtad y ética, a la hora de obrar con diligencia para con sus clientes en materia de asesoría bursátil.

Como conclusión se destaca, en el presente trabajo, que tal conjunto normativo en Colombia no tiene una verdadera aplicación práctica, es decir no tiene “Dientes” que prevengan, disuadan, castiguen la obtención de ventajas para quien intervienen en el mercado de valores afectando la libre competencia, desestimulando su desarrollo en el mercado de capitales y bursátil.

En estas condiciones, se hace necesario plantear por vía de investigación académica cómo el actual tráfico de información privilegiada en el mercado de valores colombiano no es claro en su tratamiento, destacando cómo su normatividad ha partido de imitar a otras legislaciones de países desarrollados, pero confundiendo sus efectos.

De esta manera se hace indispensable proponer soluciones concluyentes a combatir el uso indebido de información privilegiada por cuanto lo que se viene conociendo y presentando es una burla al sistema sancionador en lo punitivo, acogiendo los indiciados o responsables de tal conducta al sometimiento de penas o multas que en forma pírrica no se ajustan al contexto realidad de lo acaecido, beneficiándose económicamente siendo más rentable y lucrativo, para ellos, tal procedimiento, siendo lo anterior la base de plantear a través de este trabajo de investigación como se atenta con las acciones del uso indebido de información privilegiada contra la libre competencia en el mercado bursatil. He aquí el objetivo primordial de esta investigación en cuanto a la recomendación de modificaciones normativas.

I. CORRELACIÓN DEL TRATAMIENTO EXISTENTE EN COLOMBIA EN MATERIA DE USO INDEBIDO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA FRENTE A LOS ESTÁNDARES INTERNACIONALES EN LA MISMA MATERIA

La regulación de la información privilegiada nace para responder a la necesidad de mantener ciertos principios del buen funcionamiento del mercado de valores, como son la transparencia, la confidencialidad y la igualdad, este argumento es el que permite un reconocimiento a tal mecanismo informativo partiendo desde la correlación de estándares internacionales referentes al tratamiento del uso indebido de la información. Como vemos en Colombia, en el caso de todos los ordenamientos jurídicos, se trata del mismo estándar ya que consiste como objeto de protección la confianza de los actores del mercado en orden a poder actuar con información simétrica donde todos estén en un pie de igualdad, o al menos de oportunidades para acceder a ella.

De aquí que la regulación del uso de información privilegiada es necesaria para mantener los equilibrios y confianzas del mercado de valores. Dicha regulación debe ser adecuada y eficiente para el logro de estos objetivos, en consecuencia el estándar internacional vigente es saber con propiedad qué se entiende por información privilegiada, cómo conocer que la información no se haya hecho pública, de carácter preciso, que se refiera a uno o varios emisores de valores negociables o a uno o varios valores negociables y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre la cotización de ese o esos valores.

Lo que la ley prohíbe y restringe, con el objeto de proteger los intereses de los inversores en general y la fe pública, es su uso indebido por parte de quienes tienen acceso a ella y la divulgación de esta información a terceros, con el fin de obtener beneficios económicos o determinadas ventajas al evitar pérdidas mediante cualquier tipo de operaciones de valores tanto en el contexto internacional como en el nacional.

Siendo pertinente dentro del conocimiento de lo antes señalado, lo importante de hacer una distinción entre la persona que recibe la información en razón de su cargo en la empresa emisora de los valores y aquel que recibe y usa esa información del anterior.

En la terminología jurídica norteamericana, como se ilustra más adelante en el análisis de derecho comparado sobre la correlación de información privilegiada,

ha sido recogida en esta materia por la mayoría de los tratadistas de ese país, la de denominarse a los sujetos intervinientes, como el “insider”, “tipper” o “emisor profesional”(actor) y al segundo el informado, “outsider”, “tippees” o “receptor del consejo”, en el caso de Colombia como parte de la estructura que configura el uso indebido de información privilegiada al constituir una práctica que atenta contra la libre competencia, los calificativos o denominaciones son iguales. (Ley 190 de 1995, Ley 222 de 1995, Art. 23 y Ley 964 de 2005).

Para Emma García Meca e Isabel Martínez Conesa de la Universidad de Murcia, España, en su texto “El tráfico de información privilegiada: evidencias y regulaciones empresariales”, en el derecho español, plantean los elementos que constituyen el tráfico de información privilegiada como derecho comparado frente al colombiano, destacando que tal conducta se materializa al contravenir la transparencia y resulta en una práctica que afecta la libre competencia, en los siguientes términos:

“El tráfico de información privilegiada supone contravenir la transparencia necesaria en los mercados de capitales y el principio de igualdad de oportunidades, disminuyendo la confianza de los inversionistas en el mercado de valores y perjudicando la función económica y social que realiza la bolsa. Sin embargo, lo cierto es que en el mercado parece primar el rumor sobre la información, ya que el conocimiento de la futura firma de una alianza estratégica o el próximo lanzamiento de un nuevo producto puede alterar, y en ocasiones bastante, el valor de los títulos de una compañía, conduciendo a altos beneficios sin mucho esfuerzo. Así pues, los organismos contables y comisiones de valores están prestando especial interés en el hecho de que los inversores informen en el plazo más breve posible de todo hecho o decisión que pueda afectar a la cotización de los títulos”.²

En ese orden de ideas, a nivel mundial, para que se proyecte un correcto funcionamiento del mercado de valores depende, en gran medida, de la confianza que inspire a los inversionistas. Esa confianza se basa, entre otras cosas, en la garantía dada a éstos de que estarán en igualdad de condiciones y de que estarán protegidos contra el uso ilícito de la información privilegiada, lo contrario sería estar en un uso indebido de información, lo cual resulta temerario porque atenta contra la libertad económica.

² Emma García Meca e Isabel Martínez Conesa. (2005), “El tráfico de información privilegiada” Universidad de Murcia, Dirección General de Presupuestos, Fondos Europeos y Finanzas, Consejería de Hacienda, pp. 57-58.

En el plano nacional, es importante destacar las consideraciones orientadas a prevenir el uso de información privilegiada en el mercado de valores, y su incidencia en la libre competencia bursátil, tal como se conoce en el literal a) del Artículo 1º de la Ley 964 de 2005:

*“Los objetivos de la intervención gubernamental en el mercado de valores son los siguientes: i) la protección de los derechos de los inversionistas, ii) la promoción del desarrollo y la eficiencia del mercado de valores, iii) la prevención y manejo del riesgo sistémico del mercado de valores y, iv) **la preservación del 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**”.* (Lo resaltado es nuestro).

Y en el artículo 50 de la prenombrada ley aflora en materia de infracciones a quienes violen las normas que regulan el mercado de valores, en el literal e) lo siguiente:

“incumplir las normas sobre información privilegiada, o utilizar o divulgar indebidamente información sujeta a reserva;”

Para Pilar Otero González, de la Universidad Carlos III de Madrid, en relación al abuso de información privilegiada, en su artículo publicado en la Revista en Cultura de la Legalidad, septiembre 2011 - febrero 2012, resulta fundamental lo planteado anteriormente en los siguientes términos:

El “secreto” se caracteriza porque sólo es conocido por un círculo limitado de personas de manera oficial, por razón del ámbito competencia atribuido al cargo público desempeñado, sin que deba ser clasificado legalmente como tal, debiendo existir intención de mantenerlo en ese régimen de exclusividad, respecto de su conocimiento por terceros que no podrían averiguarlo fácilmente por otras vías. Asimismo, debe concurrir un interés serio y objetivo para su no divulgación pública, motivado por la trascendencia patrimonial que podría derivarse de su uso.³

Significa que es de tal envergadura la importancia de la información como pilar de los mercados y la necesidad de propender por una total ausencia de asimetría en el suministro de la misma, que es justamente el suministro en las condiciones que

³ Otero González, P. Revistas en Cultura de la Legalidad No. 1, septiembre 2011 - febrero 2012, pp. 167-172 ISSN 2253-6655, Universidad Carlos III de Madrid, Abuso de información privilegiada de funcionario, pp. 170.

fija la ley, como la mejor manera de evitar el uso indebido de información privilegiada.

Frente a los sujetos intervinientes en el tema objeto de este artículo, no existe duda acerca de la importancia que el legislador le atribuye al mercado de valores, al disponer que los intermediarios de valores que actúan en el mismo, con su conducta deben asegurar que en el mercado se preserve la equidad, la transparencia, la disciplina y la integridad, de forma tal que se garantice la confianza del público en el mismo.

De aquí que quienes tienen el poder del conocimiento o quienes tengan acceso a la información privilegiada deberán abstenerse de comunicarla a terceros, actuar con discreción. Infortunadamente esto no es una regla ya que la divulgación de informaciones, debe realizarse en la forma establecida por la ley, de manera que la comunicación de datos que no sea hecha en las condiciones y oportunidades prescritas, podría ser considerada una infracción a ese deber, tal como pasó con el caso de InterBolsa en el mercado de valores local.

Así tenemos que en el mercado de valores colombiano existen como personas en capacidad de acudir ante él a los sujetos llamados **emisores de valores**, quienes disponen de una cantidad de información superior a cualquier otro agente económico; en un segundo grado, la tienen los **intermediarios de valores** en otro nivel y **los inversionistas particulares** o público en general. De ahí que todos los anteriormente mencionados se encuentren en la necesidad de respetar las normas que inhiben a aquellos de revelarla y de utilizarla, mientras no sea divulgada al mercado y no constituye entonces una infracción a tal mercado, tal como se enuncia en un acápite anterior.

Es de suma importancia sopesar, dentro del Código de Ética bursátil, las obligaciones legales y reglamentarias para los distintos agentes del mercado de valores en el sentido de divulgar información al mercado, sea que se trate de emisores, de intermediarios o incluso de las bolsas u otras entidades que desarrollan actividades de infraestructura, todo ello, con el fin de que los inversionistas puedan tomar decisiones razonadas de compra, venta o mantener los títulos valores, en el mercado de valores que no contar con la adecuada, suficiente y oportuna información, no pueda llegar a calificarse como un mercado transparente.

Como lo expresa Arturo Prado Puga, tratadista y catedrático chileno de la Universidad de Chile, con referencia al papel de la información privilegiada en los siguientes términos:

“Se exige que ella sea idónea para modificar o alterar el precio o cotización de la acción, o el curso del título de una manera apreciable, o como indica el texto del artículo ‘cuyo conocimiento, por su naturaleza sea capaz de influir en la cotización de los valores’”⁴.

Es así como existen normas en el contexto nacional e internacional que obligan a divulgar la información al mercado, siendo necesario que existan normas que prohíban el uso de la información que tiene el carácter de privilegiada en el mercado de valores.

En efecto, cuando se presenta uso no idóneo de información privilegiada por un participante en el mercado de valores dicha conducta afecta la transparencia, la integridad y la equidad, pues ese participante está obteniendo o buscando obtener, para sí o para sus clientes, un provecho indebido frente a los demás participantes que desconocen la información.

La doctrina internacional es reiterada al sostener que la realización de operaciones utilizando información privilegiada no pública genera consecuencias nocivas tanto en relación con los daños patrimoniales que se les puede causar a los inversionistas y la afectación a la confianza, así como respecto de los problemas que por dichas conductas suscita el incorrecto funcionamiento del mercado de valores.

Para Emma García Meca e Isabel Martínez Conesa, en su ensayo llamado “El tráfico de información privilegiada: Evidencias y regulaciones empresariales”, Universidad de Murcia, España, 2005, destacan:

“El tráfico de información privilegiada supone contravenir la transparencia necesaria en los mercados de capitales y el principio de igualdad de oportunidades, disminuyendo la confianza de los inversores en el mercado de valores y perjudicando la función económica y social que realiza la bolsa.”⁵

⁴ Prado Puga, A. (2003), Universidad de Chile, Revista chilena de Derecho Vol. 30 N2 – 1 “Concepto información privilegiada en el mercado de valores en Chile alcance y límites”, pp. 245.

⁵ García E., - Martínez Conesa, I., (2005), en su ensayo llamado “El tráfico de información privilegiada: Evidencias y regulaciones empresariales”, Universidad de Murcia, España, pp. 57.

En conclusión, la doctrina extranjera tal como lo reproducen Rodríguez Azuero, Sergio, Erick Rincón Cárdenas, y Juan Jacobo Calderón Villegas, temas de derecho financiero contemporáneo, (2006), Universidad del Rosario, Bogotá, pp. 508-509, ha identificado que el uso idóneo de información privilegiada en el mercado de valores debe cumplir fundamentalmente con cuatro líneas de ruta como son:

“En primer lugar, la existencia de información suficiente y veraz que permita 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”.

“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, por cuanto 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”.

Estos puntos de vista de la doctrina nacional en concordancia con la extranjera constituyen el fundamento de la ubicación conceptual del uso de información privilegiada frente a los estándares internacionales existentes en la misma materia y nos llevan a señalar en el presente trabajo en capítulos posteriores cuál es el origen en nuestra legislación de la regulación de este tópico y su forma de aplicación en nuestro país.

Finalmente articulando lo predicado anteriormente con las normas internacionales existentes al respecto se tiene que en el campo del uso indebido de la información privilegiada, y fundamentalmente en su relación con los principios del derecho corporativo han aparecido a partir del 2010 y con la presencia de la OCDE una

serie de recomendaciones para lograr que nuestro país se incorpore a dicha organización, entre las cuales aparece el tema materia de esta investigación.

La **OCDE** es una organización internacional intergubernamental que reúne a los países más industrializados dentro de la economía de mercado, compuesto actualmente por 34 países cuyo objetivo primordial es coordinar sus políticas económicas y sociales.

La OCDE fue fundada en 1960 y su sede central se encuentra en el Château de la Muette, en París (Francia). Los idiomas oficiales de la entidad son el francés y el inglés. Este organismo tuvo sus raíces en el año de 1948 cuando los países europeos después de la segunda guerra mundial se organizaron y unieron con el objetivo de administrar el Plan Marshall para la reconstrucción de Europa. La organización recibió el nombre de Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico y se convirtió en el mayor productor mundial de publicaciones en materia de economía y desarrollos sociales, mas documentos de trabajo direccionados a establecer y fijar pautas para el crecimiento económico y social de los países miembros.

Para el caso materia de análisis los principios del gobierno corporativo de la OCDE tienen como fundamento la “transparencia y la eficacia de los mercados”, se debe ser coherente con el régimen legal y articular de forma clara el reparto de responsabilidades entre las distintas autoridades supervisoras, reguladoras y ejecutoras. Destacándose que en el capítulo 3º, literal B) relativo al tratamiento equitativo de los accionistas a que aluden los principios de la OCDE se prohíbe “**el uso de información privilegiada y las operaciones abusivas de autocartera**”, dado que el uso indebido de información privilegiada supone una manipulación de los mercados de capital, estando prohibido en la mayoría de los países de la OCDE por la reglamentación existente en materia de valores, en el derecho de sociedades y en el derecho penal.

Para significar que en el año 2003, la mesa redonda de gobierno corporativo de américa latina de la OCDE realizó una encuesta sobre el uso indebido de información privilegiada, la cual se diligencio por 19 jurisdicciones en américa latina y con sus resultados, dicha mesa estableció una serie de recomendaciones para las empresas y los responsables políticos en materia **de prevención de abuso de información privilegiada y el abuso de información privilegiada**, reiterando la adopción de legislaciones duras y uniformes que tengan como ideario disuadir de la ejecución de tales prácticas. (Lo destacado es nuestro).

En conclusión, la regulación de la información privilegiada y dada las diferentes normatividades existentes al respecto, para el caso colombiano se planteó la obligatoriedad de unificar toda la normatividad para así ajustarnos a los principios de la OCDE y a los estándares internacionales que han ido emergiendo de los tratados y convenios internacionales que se han pactado entre países de derecho anglosajón y países con origen en el derecho francés y el romano, como el colombiano, y en donde las definición y elementos de información privilegiada están plenamente claros y precisos.

En estos términos, y acorde al derrotero expuesto para esta investigación se plantea la presencia de la normatividad colombiana vigente y su comparación y aplicación con las normas internacionales, estableciéndose lo significativo de ajustar nuestra legislación a tales normas y proclamándose la presencia de una sola definición al respecto.

II. REGULACIÓN EN EL DERECHO COMPARADO DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN EL MERCADO DE VALORES

En EEUU:

El desarrollo y el análisis de las diversas legislaciones comparadas en materia de uso de información privilegiada ha ido paulatinamente estableciendo en sus normatividades como sujeto activo del aprovechamiento indebido a aquel que usa o suministra a otro información confidencial a la que ha tenido acceso con ocasión del ejercicio de su actividad profesional o empresarial y al receptor de la información, si la ha usado con conocimiento de ser privilegiada y dada en violación al deber de reserva, el contexto del principio es el mismo en todas las definiciones generales de unidades normativas lo que varía es, sin duda, el tema de las implicaciones en referencia y las sanciones que es lo que indudablemente marca una notable diferencia con el modelo garantista colombiano.

La doctrina internacional atribuye el origen de la regulación legal del *insider trading* a la normativa norteamericana sobre títulos valores, esto es, la *Securities Act* (1933) y la *Securities Exchange Act* (1934), surgidas a raíz del famoso crack bursátil de la bolsa de Nueva York en 1929, sin embargo la mentada figura como tal no parece haber tenido su origen en tal suceso, sino muchos años antes, con el origen mismo del comercio, teniendo como fundamento la versión recogida en el año de 1723 cuando Sir John Barnard – conocedor de los negocios londinenses – denunció que personas vinculadas a la compañía de Indias Holandesas se habían enriquecido a costa de los demás accionistas, pues al tener conocimiento previo de la disminución de los dividendos que dicha empresa iba a reconocer, vendieron sus respectivas acciones y, poco tiempo después cuando la noticia se hizo pública, el valor de dichas acciones bajó un 50%, configurándose así un uso indebido de información privilegiada para vender sus cuotas sociales y así evitarse un perjuicio patrimonial de gran valor o monto.⁶

En Estados Unidos el tratamiento de lo que implica el uso indebido de información privilegiada que sería el equivalente colombiano tiene un significado denominado como “insider trading” que sería el aplicable. Ahora, desde un punto de vista etimológico, en inglés de EE.UU. (en el Reino Unido es *insider dealing*), “insider

⁶ Barqui, Elisabeth Sandra. (2013). “Insider Trading: Abuso de información privilegiada en el mercado de capitales”.

trading”, se describe como una la conducta abusiva de personas que se encuentran en el interior (insider) de una organización y, por el lugar que ocupa, obtienen una información relevante para el precio de las acciones de la sociedad que usarán en operaciones comerciales (trading) para obtener un beneficio personal o evitar una pérdida cierta o potencial, que es lo mismo del uso indebido de información que se desarrolla en Colombia.

Se considera insider a los miembros del Consejo de Administración, directores, empleados y profesionales o sociedades que prestan servicios de auditoría, etc., a una empresa, o los funcionarios públicos que autorizan las operaciones bursátiles. Esta descripción no abarca a las personas a las que, siendo extrañas o externas a la organización, les llega la información por otros caminos de los insiders, o las deducen de ciertas transacciones y la usan también en beneficio propio.

Para la comprensión de nuestro ordenamiento vigente en comparación con el norteamericano, cobra interés el estudio de la figura del insider trading en los EE.UU. como sujeto activo de la infracción, siendo similar en su actuación al indiciado de nuestro país, según lo conocido en los fallos de Autorregulador del Mercado de Valores que se encuentran incorporados a título de ejemplo en acápites posteriores de esta investigación.

Hay que tener en cuenta que la expresión *insider trading* sigue siendo la más acogida y amplia cuando se le refiere o vincula al uso de información privilegiada bursátil, con independencia de que el sujeto que opera con esta ventaja de conocimiento sea o no un *insider* en sentido estricto. Hay que tener en cuenta que a la par de estas expresiones se han acuñado tal como se expresa en frases anteriores otra categoría de sujetos que operan con información privilegiada, pero que no tienen una relación directa con la sociedad o con los emisores de títulos valores, así por ejemplo se habla de *tipees* para referirse a aquellos sujetos que realizan operaciones con información privilegiada que adquieren de un *insider*, de *tipper* cuando se alude al iniciado que comunica la información privilegiada a un tercero, de *tipping* cuando el empleado de una empresa o persona jurídica actúa con la finalidad de obtener beneficios para tal ente.

Dentro de los antecedentes legislativos en el derecho norteamericano con referencia a la información privilegiada es importante traer a colación como mediante el *Securities Exchange Act*, se engendró la *Securities Exchange Commission* (SEC) como una entidad encaminada a la supervisión de valores y fue por ella que se adoptó la regla **10b-5** con el propósito de establecer herramientas más fuertes para sancionar el fraude de la compra y la venta de

valores⁷. Esta regla traduce que es lo ilegal, poniendo de presente la compra y venta de cualquier valor, por cualquier persona, directa o indirectamente, mediante el uso de cualquier medio o instrumento de comercio la use como mecanismo, esquema o artificio para defraudar, al igual que realizar cualquier declaración falsa de un hecho material o no o declarar un hecho material necesario para realizar declaraciones no desorientadoras, a la luz de las circunstancias bajo las cuales las declaraciones fueron realizadas o finalmente incurrir en cualquier acto, practica, 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.

En la mayoría de los estados que hacen parte de Estados Unidos, se tiene establecido que el “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 no existe ninguna manipulación que infle artificialmente el precio.

La jurisprudencia de los Estados Unidos ha tomado diferentes posiciones frente a la aplicación de la regla 10b-5, de la cual han emergido las siguientes tesis.⁸

- **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 quien tenga información privilegiada y la utilice para obtener provecho, sin haberla revelado al público ni a las personas con las que llevo a cabo las transacciones sobre los respectivos valores.
- **Teoría del deber fiduciario:** Esta teoría establece que sólo se constituye fraude cuando quien usa la información o quien la transmite a un tercero está obligado bajo un deber fiduciario de no revelar la información, la cual fue aplicada en el caso Estados Unidos vs. Chiarella y que luego se replicó en el caso Dirks v. SEC.
- **Teoría de la apropiación inadecuada:** Esta teoría establece que quien reciba información privilegiada para un propósito en particular, y posteriormente la use para fines diferentes, de beneficio propio, sin autorización del dueño o parte reveladora, incurre en fraude. Se aplicó en el caso de Estado Unidos vs. O’Hagan.

⁷ Schaumann, Niels B. (2002), Gilbert Law Summaries: Securities Regulation, Chicago: The Barbri Group, pp. 206.

⁸ Torrado Angarita, Jorge, (2008), el uso indebido de información privilegiada en el mercado de valores colombiano a la luz de la experiencia estadounidense, Universidad de los Andes, Bogotá, pp. 5-22.

Los Estados Unidos de América registra en el campo del uso indebido de información privilegiada una inmensa referencia de casos de *insider trading*, que el tratadista colombiano Torrado Angarita, J., en su artículo publicado en la revista de derecho privado de la Universidad de los Andes, en el año 2008, “El uso indebido de información privilegiada en el mercado de valores colombiano a la luz de la experiencia estadounidense”, compendia de la manera siguiente:

- Caso Cady, Roberts & Co. (1961). El cual constituye el primer caso de uso de información privilegiada en donde se conoció para el derecho la actuación del *insider trading*. Se conoció en este caso como el socio de una casa de bolsa fue informado por el consejero de una compañía, que el consejo de administración había acordado reducir los dividendos. Inmediatamente y antes de que la información se hiciera pública, el sujeto procedió a vender las acciones de esa compañía por cuenta de algunos de sus clientes, generando el uso indebido de dicha información.

- Caso US v Chiarella (1979). En él se juzgó a Vincent Chiarella, empleado de la imprenta Pandick Press, la cual recibía materiales para imprimir, entre los que había información sobre adquisiciones y fusiones de sociedades. Con la finalidad de mantener en secreto esta información, se falsearon las identidades de las compañías involucradas, sin embargo, Chiarella logró deducir la identidad de dichas empresas y antes de que la información se hiciera pública invirtió en acciones de la sociedad afectada. De esta forma Chiarella obtuvo beneficios que sumaron 30.000 dólares en un periodo de 14 meses. En este caso, el empleado de la imprenta acepto devolver las ganancias a los vendedores y fue condenado penalmente, en dicho caso se acuñó la “teoría de la apropiación indebida”, en virtud de la cual se pretendió castigar a quienes, sin tener ninguna relación fiduciaria con la emisora de títulos utilizaba indebidamente una información que no le pertenecía.

- Caso Dirks v SEC (1984). En este caso el empleado de una casa de bolsa especializado en el ramo de seguros, recibió información de un antiguo empleado de la sociedad Equity Funding of America, en virtud de la cual se reflejaba que dicha sociedad se encontraba en una difícil situación económica. El directivo de la mentada sociedad sugirió a Dirks que confirmara dicha información con el objeto de hacerla pública, de manera que una vez que Dirks corroboró dicha información, y antes de hacerla pública, se la comunicó a ciertos clientes institucionales, quienes vendieron todos los valores que poseían en la aseguradora. En este caso Dirks fue condenado como informador en primera y segunda instancia, sin embargo la Corte Suprema revocó la sentencia.

- Caso US v O'Hagan (1988). En este caso, que se decidió el 25 de junio de 1997, se condena a un abogado que ganó 4.3 millones de dólares mediante la compra de opciones sobre acciones de una compañía que iba a ser adquirida mediante una OPA por otra que era cliente de la firma para la que trabajaba el abogado. En este evento, se asimilo al *insider* a quien se apodera de información confidencial para negociar títulos en los mercados de valores quebrantando la lealtad de vida a la fuente de información.

Para García Meca, E., - Martínez Conesa, I., de la Universidad de Murcia, el caso norteamericano es fundamental:

*“En EE.UU., la norma S7-31-99 regulación FD emitida por la SEC ha endurecido su posición relativa a la información privilegiada, al prohibir a las empresas divulgar información a los analistas e inversores institucionales antes que al resto del público, lo que en Estados Unidos se conoce como transparencia selectiva”.*⁹

La revelación selectiva de información en Estados Unidos ha sido objeto de discusión en ámbitos profesionales y académicos, tal como lo explico el profesor Enrique Gaviria Gutiérrez (q.e.p.d.), quien hizo un extenso análisis y desarrolló el tema de “Libre Competencia e Información Privilegiada en los Estados Unidos”, en donde en un aparte de su exposición destacó que:

“En Estados Unidos, de finales de los ochenta, se hicieron tristemente famosos personajes como Dennis Levine o Iván Broesky, quienes tenían redes de informadores y pagaban para obtener información privilegiada (“insider trading”), consiguiendo a cambio grandes plusvalías bursátiles. En España, por nuestra peculiar idiosincrasia, es posible que la difusión de esta información haya sido menos organizada”.

*“Obviamente, los países que cuentan con un mercado bursátil desarrollado y vigoroso fueron los que requirieron primero de una protección adecuada contra las conductas de “insider trading”, así en Estados Unidos se reguló la información privilegiada desde 1933, año en el que se promulga la **Securities Act**, y luego, un año después, con la Securities Exchange Act., aunque con mayor severidad desde 1980; Francia desde 1967 reprime también dichos comportamientos; Suiza (1980); Gran Bretaña (Companies Act. de 1980), Japón (1989), Italia (1991) y Alemania (1994), son otros países que han legislado al respecto, ello, en los países miembros de la Unión Europea, se debe, sin duda alguna, a la influencia de la normativa comunitaria que legisla en dicho sentido”.*¹⁰

⁹ García Meca, E., - Martínez Conesa, I. (2005), “El Trafico de Información Privilegiada”, Universidad de Murcia, España, pp. 57-58.

¹⁰ Conferencia dictada en Medellín, Colombia, en 2003, en donde se le rindió homenaje a Enrique Gaviria Gutiérrez, (q.e.p.d.), por parte del colegio de abogados de esa ciudad, y con el auspicio de la Cámara de Comercio de Medellín.

Trayendo como conclusión en la concordancia de las tesis aplicadas a casos en particular que existe un deber en cuanto a quien obtiene información privilegiada fundada en la confianza que se debe dar, directa o indirectamente al respectivo emisor, o cualquier persona que sea la fuente de dicha información material no publica, siendo violatoria de la prenombrada regla 10b-5 y lo más preciso que cuando se emita intencionalmente información material, debe hacerse a través de revelaciones públicas y no a través de medios de carácter privado o selectivo.

ESPAÑA

En el Derecho Español, la primera disposición que se conoce relativa al abuso de información privilegiada se adoptó en el Real Decreto 279 del 25 de enero de 1984, regulador de las ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios cuyo Artículo 12, estableció el deber de guardar secreto para todas las personas que tuvieran conocimiento de la preparación de una oferta pública, hasta el momento de la difusión oficial de la misma, a lo que se acompañaba el deber de abstención de realizar operaciones en forma distinta a la acordada por los miembros del consejo de administración, directores de las sociedades promotoras afectadas y de cualquier otra persona, **en situación de conocer la información confidencial correspondiente a la fase preparatoria de una oferta.** (Lo resaltado es nuestro).

En el examen de esta legislación se hace importante conocer la **Ley 9 de 1991 (22 de marzo)**, destinada a la lucha contra el tráfico de influencias. En el Artículo 81 de la prenombrada Ley se plantea:

“Todas las personas o entidades que actúen en el mercado de valores o ejerzan actividades relacionadas con ellos y, cualquiera que por razón de su trabajo, profesión, cargo o funciones posea datos o informaciones relativos a los mismos, deberán salvaguardar dichos datos o informaciones, sin perjuicio de su deber de comunicación y colaboración con las autoridades judiciales o administrativas en los términos previstos en esta o en otras leyes.” Refiere el mismo artículo que “todo el que disponga de alguna información privilegiada deberá abstenerse de ejecutar, por cuenta propia o ajena, directa o indirectamente, cualquier tipo de operación de mercado sobre los valores a que la información se refiera o comunicar dicha información a terceros, salvo que se ejecute en el ejercicio normal de su trabajo, profesión, cargo o funciones y recomiende a un tercero que adquiera o ceda valores o que haga que otro los adquiera, basándose en dicha información”.

En la referida Ley, para destacar, el concepto que se da de información privilegiada **“... se entiende por información privilegiada toda información de carácter concreto, que se refiera a uno o varios emisores de valores o a uno o varios valores, que no se haya hecho público y que de hacerse o haberse hecho pública, podría o habría podido influir de manera apreciable sobre la cotización de ese o de esos valores”**. (Lo resaltado es nuestro).

Es significativo en esta Ley, y por ende en el Derecho Español, conocerse en forma precisa el concepto de información privilegiada, el establecimiento de deberes de salvaguardia de dicha información para las personas que actúan o se relacionan con el mercado de valores o cuando la obtienen por razón de su trabajo, profesión, cargo o funciones y estableciéndose en general prohibiciones de disponer de dicha información cuando se encuentren preparando o realizando operaciones sobre los valores o vayan a recomendar tal operación a terceros no legitimados.¹¹

En la reforma de 1991, en el Derecho Español, se estableció el deber de salvaguardar la confidencialidad o reserva de datos e informaciones relativas a los valores por parte de las personas y entidades que actuaran en el Mercado de Valores o ejercieran actividades relacionadas con ellos, extendiendo tales deberes al manejo de datos o informaciones que puedan ser objeto de utilización abusiva o desleal. Como aspecto concluyente se tiene que en el derecho español sitúan **“...como un deber de vigilancia al titular de la información privilegiada en la adopción de una posición de garante de la reserva de la información privilegiada”**.¹²

Es bueno distinguir, en el Derecho Español, la presencia como tipo penal del abuso de información privilegiada en el Código de 1995, en donde en el Artículo 285, se consagra que: **“Quien de forma directa o por persona interpuesta usare de alguna información relevante para la cotización de cualquier clase de valores o instrumentos negociados en algún mercado organizado, oficial o reconocido, a la que haya tenido acceso reservado con ocasión del ejercicio de actividad profesional o empresarial, o la suministrarle obteniendo para sí o para un tercero un beneficio económico superior a 75 millones de pesetas, o cause un perjuicio de**

¹¹ Moreda de Lecea C., (1995), “El abuso de información privilegiada. Insider trading.”, Universidad de Navarra, Facultad de Ciencias Económicas, Pamplona, España, pp. 134.

¹² Calderon Susín, Eduardo, (1996), “El abuso de información privilegiada en el mercado de valores, delitos socio-económicos en el nuevo Código Penal”, Madrid, pp. 210-260.

idéntica cantidad, será castigado con pena de prisión de uno (1) a cuatro (4) años y multa de tanto al triple del beneficio obtenido”.¹³

Resulta importante para el desarrollo de este trabajo y la consecuencial investigación, destacar como en el derecho español existen un sin número de conductas que constituyen infracción a la normatividad sobre uso indebido de información privilegiada, pero bajo el ámbito administrativo, en efecto la ley del mercado de valores español proscribire la ejecución, por cuenta propia o ajena, directa o indirectamente de conductas como:

- a) La preparación o realización de cualquier tipo de operación que involucre valores negociables o instrumentos financieros a los que la información privilegiada se refiera.
- b) Comunicar la información privilegiada a terceros, salvo en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o cargo y
- c) Cuando se recomiende un tercero que adquiera o ceda valores negociables o instrumentos financieros o que haga que otro adquiera o ceda basándose en dicha información.¹⁴

Igualmente la ley del mercado de valores español prohíbe a quienes posean información privilegiada, recomendar a terceros la realización de operaciones sobre títulos valores a los que la información se refiera, aunque es cierto que el receptor del consejo también podría incurrir en responsabilidad por *insider trading* cuando conoce el carácter privilegiado de la información.

Finalmente en el recuento normativo del derecho español se encuentra el **Real Decreto 1333/2005 de 11 de noviembre** en donde se nos presenta una normatividad que contempla disposiciones penales y administrativas en materia de *insider trading* siendo el concepto de información privilegiada la clave o el núcleo del cual se desprende la ubicación y tipicidad de las diferentes operaciones que llevan a cabo los indiciados o infractores de la ley española.

Como colorario de esta exposición en el derecho español, se tiene que en España aparece como practica de uso indebido de información más notable el caso Ibercorp, a saber, en donde un grupo económico que surgió tras la fusión del banco Ibercorp, Sistemas Financieros (SF) y Grupo Financiero Ibercorp, presentándose el evento que entre marzo y junio de 1990 la cotización de SF fue anómala y dudosa, presentándose en forma intempestiva que sus principales

¹³ Arroyo Zapatero, L. (1995), “El abuso de información privilegiada en el derecho español”, Madrid, España, Publicaciones del Instituto de Derecho Penal Europeo e Internacional.

¹⁴ Castro Moreno, Abraham / Otero González, María del Pilar, (2007), “El abuso de información privilegiada en la función pública”, Valencia, España, pp. 50-70.

accionistas vendieran sus acciones a la misma empresa SF para autocartera, en un total de 167900 valores negociados a un precio de 4.790 pesetas por acción, sin que se correspondiera con una caída de la cotización. Pese a ello la cotización comenzó a caer precisamente en el mes de junio de 1990 y cuando se había producido un aumento del capital social, ante este hecho La Comisión Nacional del Mercado de Valores inicio una investigación ante la inusual compra masiva de acciones para autocartera, acto que derivó en tener como incursos a los accionistas en operaciones de uso indebido de información privilegiada.

CHILE

En el caso de Chile, la Información Privilegiada se encuentra regulada **por la Ley del Mercado de Valores, No. 18.045, modificada por la Ley No. 19.301 de 1994, en su Artículo 164**, en donde se destaca que se entiende por información privilegiada:

*“...cualquier información referida a uno o varios emisores de valores, a sus negocios o a uno o varios valores por ellos emitidos, no divulgada al mercado y cuyo conocimiento, por su naturaleza, sea capaz de influir en la cotización de los valores emitidos, como asimismo, la información reservada a que se refiere el Artículo 101 de esta Ley. También se entenderá por información privilegiada, la que se tiene de las operaciones de adquisición o enajenación a realizar por un inversionista institucional en el mercado de valores”.*¹⁵

En la legislación chilena se toma como ejemplo, con muy pocas divergencias, el modelo norteamericano, persiguiendo como objetivo la igualdad y transparencia en el mercado de valores, sancionando a quien manipula o atenta contra su correcto funcionamiento, teniendo como base la vinculación de la información privilegiada a los derroteros de la empresa conociéndose de esa disposición legal como objetivos principales entre otros los siguientes:

- Se precisa lo que se entiende por información privilegiada.
- Se impide el uso indebido de la misma.
- Se propende por brindar una mayor transparencia al mercado de valores.
- Se aplican drásticas sanciones por el uso de la misma.

La Ley chilena, en su Artículo 166, presume que tienen acceso a información privilegiada los directores y ejecutivos de intermediarios financieros, pero únicamente en lo que respecta a las operaciones de adquisición o enajenación a realizar por un inversionista institucional en el mercado de valores y aquella

¹⁵ Ley del Mercado de Valores, No.18.045, modificada por la Ley No.19.301 de 1994, Artículo 164, en Chile.

referida a la colocación de acciones de primera, emisión que les hubiese sido encomendada.

Por otra parte, la idoneidad de afectación puede ser directa o indirecta, según se desprende del inciso segundo del Artículo 165:

“... o con instrumentos cuya rentabilidad esté determinada por esos valores”. En este caso el carácter concreto de la referencia concurrirá con respecto de los valores determinantes, y la idoneidad de la afectación respecto de los valores determinados.¹⁶

Como destacable en esta legislación, la determinación en concreto del concepto de información privilegiada, que nace como una consecuencia de la necesidad de mantener los principios de transparencia, igualdad, confidencialidad que ordenan el buen funcionamiento, integridad y equilibrio de los mercados¹⁷. Se conocen las conductas contrarias al uso indebido de la información privilegiada en el mercado de valores y los principales sujetos intervinientes por el lado activo y pasivo en su accionar (las personas que actúan como en los casos del controlador de emisor o de inversionista institucional, las personas que realicen operaciones o negocios tendientes a la enajenación del control, los directores, gerentes administradores, apoderados, ejecutivos principales, asesores financieros u operadores de intermediarios de valores, los ejecutivos y dependientes de empresas de auditoría externa del emisor o del inversionista institucional, los socios, gerentes, administradores o ejecutivos principales y miembros de los consejos de clasificación de las sociedades clasificadoras de riesgo, los dependientes que trabajen bajo la supervisión de los directores) todo lo cual aparece legislado en la **Ley 20.552 del 17 de diciembre de 2011**.

COMUNIDAD EUROPEA

En el caso de la comunidad europea, la utilización de información privilegiada conlleva el aprovechamiento de una ventaja por parte de un participante del mercado sobre los demás participantes, en especial, sobre los inversionistas, con lo cual se afecta la confianza del público, no siendo otra cosa que un uso indebido de información privilegiada lo cual imperativamente atenta contra la libre competencia económica, esto en total correlación a los estándares internacionales

¹⁶ Canales, Patricia, (2003), Información privilegiada en la Ley del Mercado de Valores, Mayo, Revista Biblioteca del Congreso Nacional de Chile, pp. 3.

¹⁷ García Palominos, Gonzalo, (2013), Abuso de información privilegiada, Universidad Alberto Hurtado, Revista política criminal, volumen 8, Chile.

existentes y en los cuales sobresalen sus directivas como normas de recibo analógico.

La Directiva Comunitaria No. 89/592/CEE, relativa a la coordinación de normas referentes a operaciones con información privilegiada, constituyo el primer instrumento comunitario que regulo en forma concreta la prohibición de operaciones con información privilegiada, la cual estuvo vigente por más de una década y sirvió de guía para que los estados miembros adoptaran medidas de disuasión tendientes a evitar las practicas o conductas anormales por parte de iniciados.

En cuanto a las operaciones de iniciados, la mentada directiva estableció en su parte considerativa que las operaciones con información privilegiada, debido a que suponen ventajas para ciertos inversionistas, pueden menoscabar la confianza de otros inversionistas en el correcto funcionamiento del mercado y afectar así el buen funcionamiento del mismo.

En cuanto al concepto de información privilegiada se planteó el siguiente en su Artículo 11:

“... toda información de carácter concreto que se refiera a uno o varios valores, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría o habría podido influir de manera apreciable sobre la situación de ese o de esos valores”.

Aquí se precisa cómo la información puede referirse tanto a los valores como a los emisores de los mismos. Se emplea el calificativo de “apreciable” frente a “relevante” utilizado en el Derecho Español, para caracterizar el modo de influir la información en la cotización de valores.

En la mentada directiva comunitaria, el “insider trading” se lo define como información no publica, de carácter preciso, referida a uno o varios emisores de valores negociables o a uno o varios valores negociables y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre la cotización de ese o esos valores.¹⁸

En el Artículo segundo de la mentada Directiva se establece a qué personas se les tiene prohibido disponer de información privilegiada, dada su condición de miembros de los órganos de administración, de dirección o control del emisor o,

¹⁸ Monroy Antón, Antonio, (2006), el delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores, Dykinson, pp. 4-17.

tener acceso a dicha información debido al ejercicio de su trabajo de su profesión o de sus funciones.

Destacable pues la directiva aludida, la cual se erigió como el instrumento “modelo” para la regulación del *insider trading*, pero también ratifico en forma precisa que la voluntad del legislador europeo era precisamente la de proteger la confianza del inversionista dentro del correcto funcionamiento de los distintos mercados bursátiles de los estados miembros de la comunidad.

Igualmente, tenemos que la **Directiva 2003/6/CE** del Parlamento Europeo y del Consejo de la Unión Europea del 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado, la cual derogo expresamente la directiva no. 89/592/CEE, destacándose en su parte considerativa el establecimiento de la figura del abuso de mercado bajo dos supuestos de configuración: las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado. Bajo estos supuestos el objetivo de la directiva es luchar contra la manipulación del mercado, esto es, garantizando la integridad, seriedad de los mercados financieros comunitarios y brindando confianza absoluta a los inversionistas que actúan en tales mercados. Desde esta óptica, se dispone que lo aconsejable es adoptar unas normas combinadas para combatir tanto las operaciones con información privilegiada, como la manipulación del mercado.

La directiva aludida adopta algunos conceptos normativos que inciden en el ámbito de la prohibición del *insider trading* como por ejemplo el concepto de información privilegiada, la cual se le tiene “...como toda información de carácter concreto que no se haya hecho pública, que se refiere directa o indirectamente a uno o varios emisores de instrumentos financieros, y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre la cotización de instrumentos financieros derivados relaciones con ellos”.

En otro frente de la aludida directiva se delimita por ella el círculo de sujetos a quienes afecta la prohibición, esto es, a quienes obtenga información privilegiada en su carácter de miembros de los órganos de administración, gestión o control del emisor por su participación según sus palabras en el capital del emisor, por tener acceso a dicha información en el ejercicio de su trabajo, de su profesión o de sus funciones o debido a actividades delictivas¹⁹ por ejemplo “el robo o la compra de información privilegiada bajo soborno de persona o sujeto que trabaja o labora para la empresa afectada y que no podría ser castigado si la prohibición sólo se

¹⁹ Monroy Antón, RDBB (98), 2005, “Derecho y empresa”, pp. 45.

limitara a castigar a quienes obtuviesen la información mediante el ejercicio de su labor o profesión”.

Importante la presentación en tal directiva, para su implementación en la reforma pretendida para el caso colombiano, con la presencia de conductas prohibitivas que recojan la utilización de información privilegiada para la adquisición, cesión o el intento de adquisición o cesión, por cuenta propia o de terceros, de instrumentos financieros a que se refiere dicha información, la revelación de información privilegiada a cualquier persona, a menos que se haga dentro del ejercicio normal de su labor y a recomendar a personas que adquieran o cedan, o se les induzca a tal acto, basándose en información privilegiada.

Son evidentes pues los alcances de esta directiva con relación al *insider trading*, pues, mientras que la directiva 89/592 no establecía sanciones concretas, sino que se limitaba a reconocer la facultad de los estados miembros para imponer simplemente sanciones, la anotada directiva si estableció expresamente que sin perjuicio de la imposición de sanciones penales, los estados miembros garantizarían conforme a sus legislaciones la toma de medidas administrativas cargadas de sanciones o multas contra los sujetos responsables del uso indebido de información privilegiada.

Se conoce igualmente **la directiva 2003/124/CE** de la comisión de 22 de diciembre de 2003, que trata sobre la aplicación de la directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la definición de revelación publica de la información privilegiada y la definición de manipulación del mercado. Teniendo como aspectos de consideración importantes para este artículo, el recoger los elementos esenciales de la información privilegiada, la naturaleza precisa de dicha información y el significado de su efecto potencial sobre los precios de los instrumentos financieros. Así pues, la información debe caracterizarse por ser precisa, lo que dependerá de si se indican determinadas circunstancias que pueden darse razonablemente o presentarse hechos que también pueden esperarse a que se produzcan y, finalmente, si la información es específica con relación a los efectos de suponer cambios sobre los precios así mismo, se establecen criterios para la correcta difusión de la información, de forma tal que se garantice la igualdad del acceso del público y se eviten operaciones con información privilegiada.

Siendo trascendental la reiteración que se hace en estas directivas de la comunidad europea sobre el papel importante que cumple la transparencia, “...en la conducta que asuman tanto los emisores como los intermediarios de valores,

además de la justicia e integridad del mercado en su conjunto y, particularmente, la buena fé y los derechos de los inversionistas y demás participantes, todos los cuales se ven afectados por la realización de operaciones en desigualdad de condiciones con otros participantes. Y lo destacable de la posibilidad de imponer sanciones penales y/o administrativas como sanciones represivas dirigidas a la prohibición del *insider trading*.”²⁰

Importante como se prescribe además “...que los estados miembros deben asegurarse de que los emisores no combinen la difusión de información privilegiada al público con actividades de comercialización o marketing, de manera que resulte engañosa la primera.”²¹

²⁰ Zurita y Saenz de Navarrete, Jaime (1980), La oferta pública de adquisición, pp. 435 y ss.

²¹ Ibidem (1991), el régimen español sobre insider trading, Madrid, pp. 1252-1270.

III. LA LIBRE COMPETENCIA EN EL MERCADO DE VALORES

En materia de la libre competencia en el mercado de Valores es importante destacar, para el desarrollo de esta investigación, su especial significado en donde los interesados-consumidores como agentes económicos rivalizan en un mercado buscando la participación efectiva de sus bienes y/o servicios.

La Constitución Nacional, en el Artículo 333, establece el principio de libre competencia como un derecho radicado en cabeza de todos los ciudadanos que supone responsabilidades y está sometido a los límites que establezca la Ley.

Dentro del entorno del derecho de la competencia aparece vinculado al mismo, el tópico de la libre competencia en diversas actividades que desarrolla todo empresario o comerciante, pero que en el presente caso tal rama del derecho se ocupa de la protección de los intereses de los consumidores y de la protección de la libre competencia en los mercados de valores que constituyen el portafolio de la bolsa de valores. Éstos se protegen mediante la prohibición de actos que se consideran impiden la competencia y abogan por la ejecución de actos totalmente impregnados de honestidad y transparencia.

La competencia en los mercados debe protegerse al imponer presión a las empresas para que sean más eficientes y provean productos con mayor calidad y variedad a precios más bajos. Para esto, las empresas deben invertir en mejorar la calidad y producir más incentivos directamente relacionados con el crecimiento económico y la innovación que se traducen en beneficios para los consumidores. En este sentido, el estímulo económico llamado competencia es el único mecanismo conocido que, por sí solo, puede mejorar el nivel de vida sin la interferencia del Estado.

El Artículo 333, nos trasluce:

"La actividad económica y la iniciativa privada son libres, dentro de los límites del bien común. Nadie podrá exigir permisos previos ni requisitos, sin autorización de la ley. **La libre competencia es un derecho de todos que supone responsabilidades.** La empresa, como base del desarrollo, tiene una función social que implica obligaciones. El Estado fortalecerá las organizaciones solidarias y estimulará el desarrollo empresarial. El Estado, por mandato de la ley, impedirá que se obstruya o se restrinja la libertad económica y evitará o controlará cualquier abuso que personas o empresas hagan de su posición dominante en el mercado nacional.

"La ley delimitará el alcance de la libertad económica cuando así lo exijan el interés social, el ambiente y el patrimonio cultural de la nación." (Lo resaltado es nuestro).

Como interpretación de este Artículo de la Carta Política vigente, encontramos en palabras de la misma Corte Constitucional, con referencia al mismo, la consagración como política de que: "La libre competencia económica es una garantía constitucional de naturaleza relacional. Esto quiere decir, que la satisfacción de la misma depende del ejercicio de funciones de inspección, vigilancia y control de las actuaciones de los agentes que concurren al mercado, con el objeto de evitar que incurran en comportamientos abusivos que afecten la competencia o, una vez acaecidos estos comportamientos, imponer las sanciones que prevea la ley".²²

Sobre este mismo tópico, la Corte Constitucional ha insistido en que: "Se concibe a la libre competencia económica, como un derecho individual y a la vez colectivo (Artículo 88 de la Constitución), cuya finalidad es alcanzar un estado de competencia real, libre y no falseada, que permita la obtención del lucro individual para el empresario, a la vez que genera beneficios para el consumidor con bienes y servicios de mejor calidad, con mayores garantías y a un precio real y justo".²³

Finalmente la misma Corte Constitucional en fallo C-263 de 2011, fijó como criterio de la libre competencia el:

"La libre competencia consiste en la facultad que tienen todos los empresarios de orientar sus esfuerzos, factores empresariales y de producción a la conquista de un mercado, en un marco de igualdad de condiciones y comprende, de conformidad con jurisprudencia constitucional, al menos tres prerrogativas: (i) la posibilidad de concurrir al mercado, (ii) la libertad de ofrecer las condiciones y ventajas comerciales que se estimen oportunas, y (iii) la posibilidad de contratar con cualquier consumidor o usuario. Para garantizar la libre competencia, el Estado es entonces responsable de eliminar las barreras de acceso al mercado y censurar las prácticas restrictivas de la competencia, como el abuso de la posición dominante o la creación de monopolios."²⁴

Bajo estos parámetros de orden Constitucional se hace importante ubicar el Mercado de Valores dentro de tales políticas y para ello debemos ubicar conceptualmente que es el mercado de valores:

²² Sentencia de la Corte Constitucional C-228/10. M. P. Luis Eduardo Vargas Silva.

²³ Sentencia de la Corte Constitucional C-228/10. M. P. Luis Eduardo Vargas Silva.

²⁴ Sentencia de la Corte Constitucional C-263/11. M. P. Jorge Pretelt Chaljub.

Así el mercado de valores es aquel que tiene por objeto tanto la negociación como la emisión de valores negociables dentro de un mercado organizado y este puede ser público o privado según que la oferta de valores se destine a un número reducido de personas determinadas o a grupos específicos, pero igualmente limitados de potenciales adquirentes o que se dirijan a la comunidad en general.²⁵

Finalmente, el mercado público de valores puede ser bursátil o extra bursátil. El bursátil se estructura y se desarrolla sobre valores inscritos en el registro público de valores a partir de actividad cumplida en el mercado de valores para la realización de operaciones de compra y venta de títulos valores por parte de agentes especializados (comisionistas). El extra bursátil es el resultado de la negociación por fuera de la bolsa de valores de papeles de renta fija con mayor libertad de acceso.²⁶

Por ello la doctrina nacional ha puesto de presente que: “La posibilidad de que unos vendan a otros sus cuotas o acciones es el fundamento de los mercados de valores y la desaparición de los incapaces o ineficientes es una consecuencia natural de un sistema que se basa en la libre competencia, la que, cuando no median distorsiones artificiales, tiende a que solo se permita la participación de quienes ofrecen mejores condiciones en la cantidad, calidad y precio de los bienes y servicios que producen o consumen.”²⁷

La actividad bursátil es de interés público y por ende las labores que se adelanten en el mercado de valores deben estar en concordancia con dicho interés. Para el Forum of European Securities Commissions (Fesco) es indispensable proteger la integridad y la estabilidad del mercado de valores para mantener la confianza en él y promover su competitividad.²⁸

Según el IFCI (International Finance & Commodities Institute), la integridad del mercado de valores ha sido definida a partir de la necesidad de asegurar que los mercados de valores operen de manera equitativa y segura, promocionando el máximo de confianza sobre él y promoviendo elevados niveles de ahorro e inversión, de ahí la política internacional de proteger a los inversionistas contra prácticas de manipulación y fraude que comprometan la integridad del mercado,

²⁵ Ley 32 de 1979 artículo 6°.

²⁶ Mejía, P. Alberto, (2003), “Introducción a los Mercados Financieros”, publicaciones Supervalores, pp. 17, 18, 19.

²⁷ Laguado Monsalve, Darío, (1984), Los grupos de interés económico, Incorporado en revista de Derecho Económico, Asociación de Derecho Económico, año II, no. 2, Abril-Junio, pp. 125.

²⁸ FESCO, The Forum of European Securities Commissions, Abuso de mercado, documento 00-0961 del 29 de junio de 2000.

dirigiéndose a garantizar la transparencia e igualdad de oportunidades entre los inversionistas²⁹.

En el campo de la información privilegiada con referencia al Mercado de Valores, la libre competencia está enmarcada dentro de los principios de **transparencia, equidad, honestidad**, que deben guardar y observar los emisores e intermediarios de valores, aspecto que no se cumple en muchos casos y da lugar a la presencia de conductas ilícitas como en el caso del uso indebido de información privilegiada, como cuando se divulga información que todavía no es pública y sobre la cual existe la reserva sobre la información previa. Pero en nuestro caso, la libre competencia no es practicada bajo los parámetros de seriedad, honestidad y respeto hacia los otros competidores, en este caso comisionistas de bolsa, trayendo consigo que el abuso de la divulgación de la información privilegiada hace que el mercado se distorsione, favorezca en algún momento a ciertos inversionistas y no permita que la mayoría de los comisionistas de bolsa participen en forma libre en el tráfico de títulos valores sujetos a los avatares de los mercados. (Lo resaltado es nuestro).

El *insider trading* tal como lo relatan la mayoría de los doctrinantes extranjeros lesiona la confianza de los inversores en el mercado de valores, lo cual repercute negativamente en la economía del país, ya que de un lado no solo se infringen los principios básicos de la ética en los negocios sino que se vulneran el principio de igualdad de oportunidades de los inversionistas, pues el *insider* cuenta con una ventaja de conocimiento respecto de los demás participantes en el mercado y en consecuencia, no asume los mismos riesgos.

La doctrina ha planteado que el *insider trading* es en su accionar doblemente inmoral, pues constituye un abuso de confianza respecto de la empresa y una competencia desleal para con los demás inversores que creen que las informaciones que afectan a la cotización de los valores son públicas.³⁰

Desde la perspectiva empresarial, se ha sostenido que el *insider trading* vulnera el derecho de propiedad que ostenta la empresa sobre la información, ya que sin duda alguna dicha persona jurídica tiene derecho a la información sobre sus asuntos, sean funciones, descubrimientos científicos o técnicos; esto es así porque la información privilegiada tiene un valor económico y el *insider* debe utilizarla en beneficio de la empresa y no en beneficio propio.

²⁹ IFCI. International Finance & Commodities Institute, <http://newrisk.ifci.ch/0001345.htm>.

³⁰ Arroyo Zapatero, Luis, (1995), el abuso de información privilegiada, pp. 55 y ss, Monroy Antón, Antonio, (2005), derecho y empresa, pp. 5, Moreda de Lecea, Carlos, (1996), pp. 367 y ss.

Nuestra investigación va encaminada a crear conciencia, desde la óptica académica, de que el uso indebido de información privilegiada atenta contra la libre competencia, por cuanto la divulgación previa de transferencias o negociaciones con títulos valores adscritos a la bolsa de valores por parte de los comisionistas de bolsa o funcionarios de dichas empresas de bolsa, benefician en un momento dado a ciertos inversionistas en detrimento de otros inversores que participan en las mismas operaciones, pero en donde su actuación se encuentran en total desigualdad de oportunidades por no acceder a conocer el contexto realidad del manejo en el mercado de valores de un título ya conocido, vulnerando las leyes del mercado que delinean la libre competencia.

IV. DISPOSICIONES RELACIONADAS CON EL USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN COLOMBIA

En contexto, las disposiciones relacionadas con el uso de información privilegiada, se inserta dentro de un tema más amplio que se conoce como abusos de mercado lo cual es cierto, pues se trata de una conducta que desde un punto de vista económico, hace peligrar la función pública de la información en cuanto criterio de justa distribución del riesgo negocial en el mercado de valores. Lo que se pretende por medio de su regulación es preservar la confianza de los inversionistas y la integridad de los mercados, protegiendo al inversor frente a los riesgos que se derivan de la asimetría de la función bursátil en Colombia, siendo su reflejo el vulnerar los dictados de la libre competencia, trayendo desconfianza al mercado.

Lo anterior significa que en Colombia la fundamentación normativa es bastante amplia y peca por exceso garantista aunque conceptualmente tiene posiciones claras, definidas en un compendio de unidad normativa desarrollada por medio de leyes y resoluciones de los Tribunales disciplinarios, entendiendo que las sanciones son el resultado del procedimiento en su acopio probatorio que acarrea la violación de la normatividad aplicable a los intermediarios de valores, sobre la referencia del mercado de valores se expresa en las siguientes disposiciones:

En el **Artículo 75 de la Ley 45 de 1990** (diciembre 18):

“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 6o 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”. (Lo resaltado es nuestro).

De acuerdo con la mentada norma, para que determinada información sea privilegiada la misma debe cumplir con tres requisitos: 1) Debe ser de carácter

concreto, 2) No debe haber sido revelada al público y 3) en caso de haber sido revelada al público, había sido tenido en cuenta por un inversionista medianamente diligente y prudente para efecto de negociar los respectivos valores.

A continuación la mentada ley reglamenta una acción de clase para que las personas perjudicadas por operaciones realizadas a partir de información privilegiada puedan intentar la reparación del daño (**art. 76, L.45 de 1990**), que en su tenor expresa:

*“**Acciones de clase.** Las personas perjudicadas por la ejecución de las prácticas a que se refieren los artículos 73, 74 y 75o de la presente ley **podrán intentar la correspondiente acción de responsabilidad civil para la indemnización del daño causado**, que se tramitará por el procedimiento ordinario, pero con observancia de las reglas previstas por los numerales 3o a 7o y 9o a 15 del artículo 36 del Decreto 3466 de 1982. Para estos efectos, las personas que no comparezcan serán representadas por la Superintendencia Bancaria en el caso de los citados artículos 73 y 74, tratándose de conductas imputables a entidades sometidas a su vigilancia, y por la Comisión Nacional de Valores en los demás casos. La publicación de la sentencia se hará por la Superintendencia Bancaria o por la Comisión Nacional de Valores, según corresponda, y la notificación del auto que dé traslado de las liquidaciones presentadas, a que se refiere el numeral 13, del mencionado artículo 36, se efectuará por estado. **Parágrafo.** La acción a que se hace referencia en el presente artículo podrá ejercerse también cuando quiera que celebren operaciones no representativas de mercado y por el no suministro de información al mercado de valores en las oportunidades que la ley lo exige, casos en los cuales las personas que no comparezcan serán representadas por la Comisión Nacional de Valores.”* (Lo resaltado en nuestro).

En el **decreto 2555 de 2010**, en su artículo 7.6.1.1.1., se 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”. Este decreto en mención amplía el alcance de la definición de información privilegiada, por cuanto se destaca que la información está sujeta a reserva y que cualquier información que deba darse al público, no se ha debido hacer pública. Esta definición en la doctrina nacional ha sido objeto de ataques por no ser acertada frente a la precisa que se da en la ley 45 de 1990 en su artículo 75, por cuanto no toda la información sujeta a reserva, sin distinción alguna tiene una materialidad relevante para el mercado de valores tal como se conoce en providencias del Autorregulador del Mercado de Valores en diferentes tribunales disciplinarios, 2010, Bogotá.

De otro lado, respecto a la autorización que se solicite a la Superintendencia Financiera para que una información no sea revelada, se tiene que en el artículo 5.2.4.1.7., del decreto 2555 del 2010, se 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.
- 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 al que se refiere el literal tres del presente artículo.

Esta norma tiene como aspecto destacable que equipara expresamente el vocablo información relevante con la de información privilegiada.

Por su parte el Literal c) del Artículo 1.1.1. de la Resolución 1200 de 1995 de la extinguida Superintendencia de Valores, destacaba:

“Para los efectos de la presente Resolución se consideran principios orientadores en relación con los conflictos de interés y el manejo de información privilegiada los siguientes: (...) Utilización adecuada de la información: Los agentes que intervienen en el mercado deben abstenerse de utilizar información privilegiada para sí o para un tercero”.

Complementándose, con el Literal a) del Artículo 1.1.1.1 de la Resolución 1200 de 1995, de Supervalores, que al respecto disponía:

“Para los efectos de la presente Resolución se entiende por: a) Información privilegiada: 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. 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. (...)”.

Ahora, para el Artículo 5.2.2.1., del Reglamento General de la Bolsa de Valores de Colombia, se consagra:

“Las personas vinculadas a las sociedades comisionistas de bolsa deben asegurar que las obligaciones impuestas por las normas legales a ellas y a las mencionadas sociedades, sean observadas, así como aquellas emanadas de las autoridades de control y vigilancia y de la Bolsa”.

Por su parte, en el numeral 6 del Artículo 5.1.3.1., del Reglamento General de la Bolsa de Valores de Colombia se expresa que:

“El presente Código de Conducta se expide sobre la base de preservar y reafirmar los siguientes principios básicos de la actividad bursátil: (...) 6. El abstenerse de realizar operaciones, directamente o por interpuesta persona, utilizando información privilegiada”.

A su vez, en el reglamento del Autorregulador del Mercado de Valores cuando se dio su propia regulación es importante transcribir el Artículo 35, que dispone:

*“En el desarrollo de la actividad de intermediación de valores, los sujetos de autorregulación deberán observar en todo momento los siguientes deberes, sin perjuicio de los demás establecidos en este Reglamento: e) **Abstenerse de realizar operaciones, directamente o por interpuesta persona, utilizando información privilegiada, suministrar tal información a terceros o recomendar la realización de operaciones con fundamento en dicha información**”.* (Lo resaltado es nuestro).

En este itinerario aparece la **Ley 964 de 2005**, que resulta de gran importancia en el manejo de la regulación del uso de información privilegiada tal como no lo describe en el artículo 1º, sobre los objetivos y criterios de la intervención del gobierno nacional en el mercado de valores y en especial cuando en el artículo 50 hace referencia al grupo de infracciones que se pueden cometer dentro del manejo del mercado de valores, destacándose la contemplada en el literal e) en donde se dice: “e) incumplir las normas sobre información privilegiada, o utilizar o divulgar indebidamente información sujeta a reserva” normatividad que fue recogida en el Código Penal vigente en el artículo 258, -modificado por el decreto 1474 de 2011, artículo 18-, que da a conocer lo siguiente: “**Utilización indebida de información privilegiada**. 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 pena de prisión de uno (1) a tres (3) años y multa de cinco (5) a cincuenta (50) salarios mínimos legales vigentes”.

“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”.

Así mismo, en el artículo 420 de la aludida normatividad, modificado por el artículo 25 de la ley 1288 de 2009, se conoce:

*“Utilización indebida de información privilegiada. **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 pena de prisión de uno (1) a tres (3) años y multa de cinco (5) a cincuenta (50) salarios mínimos legales vigentes”***

*“Utilización indebida de información oficial privilegiada. **El servidor público que como empleado o directivo o miembro de una junta u órgano de administración de cualquier entidad pública, que haga uso indebido de información que haya conocido por razón o con ocasión de sus funciones y que no sea objeto de conocimiento público, con el fin de obtener provecho para sí o para un tercero, sea esta persona natural o jurídica, incurrirá en multa y pérdida del empleo o cargo público.”** (En negrillas nuestro).*

Este conjunto de normas penales nos determina que presupuestos surgen para la presencia del uso indebido de información privilegiada y sus actores, así:

- El administrador, que como miembro de junta o titular de un órgano de representación de una entidad particular bajo el carácter de gerente o representante legal puede ser sujeto de tal accionar.
- Que se utilice información privilegiada teniéndose como tal, aquella información de carácter concreto que no ha sido dada a conocer al público

y que de haberlo sido la habría tenido en cuenta un inversionista medianamente diligente y prudente al negociar los respectivos valores.

- Y que a esa información privilegiada, haya tenido acceso preferente a propósito del ejercicio de un cargo, como funcionario o servidor público o bien porque de otra manera no se hubiere tenido acceso a ella.
- La utilización de información privilegiada debe ser indebida para que tal conducta sea típica a la luz de la ley penal.

En el campo del derecho comercial, aparece la **Ley 222 de 1995** modificatoria del Código de Comercio en materia de sociedades comerciales, estableciéndose en el artículo 23 una serie de deberes a los administradores de las mentadas sociedades, entre los cuales están el de obrar de buena fe, con lealtad y con la diligencia de un buen hombre de negocios surgiendo así los deberes primordiales de dichos administradores frente a la compañía que administran, buscando privilegiar los intereses de la misma, conociéndose de tal norma que uno de los deberes consagrados en la ley es la de abstenerse de utilizar indebidamente información privilegiada aspecto reiterado por la Superintendencia de Sociedades más adelante, como conducta objeto de sanciones cuando se infringe.

Para destacar que lo previsto en la ley 222 de 1995 es totalmente diferente en su marco ideológico a lo proclamado por la ley 45 de 1990, dado que la regulación al uso de información privilegiada para obtener una ventaja en la negociación sobre los valores que emita su empresa en el mercado de valores, solo se puede aplicar a cualquier situación en la cual únicamente el administrador pueda obtener un beneficio para sí o para un tercero con estas.

En el Estatuto Anticorrupción **Ley 1474 de 2011 (julio 12)**, modificatorio del Código Penal en el Artículo 258, se destaca: “**Utilización indebida de información privilegiada.** 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 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 y Emisores, siempre que dicha información no sea de conocimiento público”.

Finalmente es importante traer a colación la presencia de normas civiles relativas a la **responsabilidad civil** que surge por la realización de un daño o perjuicio que afecta a una colectividad de inversionistas ante el uso indebido de información privilegiada.

La responsabilidad civil es una de las principales fuentes de las obligaciones, definida por: Tamayo Lombana, como **“la obligación que tiene quien ha causado un perjuicio a otro, de reparar las consecuencias que se hayan generado por tal perjuicio”**.

“Lo que en otras palabras se traduce en la deuda de reparación que pesa sobre el autor del perjuicio, en provecho y beneficio de la víctima de tal perjuicio.”³¹

En el artículo 2341 del Código Civil se destaca: “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.”

Artículo que está en plena concordancia con el artículo 76 de la ley 45 de 1990 que establece una acción de clase para las personas perjudicadas por operaciones realizadas en forma indebida en el manejo de información privilegiada, destacándose que la base de tal acción es la violación de los principios de lealtad y buena fe que debe observarse en los negocios, mucho más cuando ellos se realizan en el mercado de valores, “...donde los agentes participan bajo la convicción de que el contexto creado para su funcionamiento y les brinda certeza, confiabilidad y seguridad.”³²

En la ley 964 de 2005 (julio 8) en el párrafo tercero del artículo 25 dentro de las obligaciones de la autorregulación, se tiene que los organismos de autorregulación como el caso del AMV, **responderán civilmente** solo cuando en el manejo y trámite otorgado por sus funcionarios exista culpa grave o dolo y sus procesos de impugnación se tramitaran por el procedimiento establecido en el artículo 421 del Código de Procedimiento Civil (hoy Código General del Proceso – procesos declarativos–) y solo podrán proponerse dentro del mes siguiente a la fecha de la decisión de última instancia que resuelva el respectivo proceso

Bajo este criterio la demanda de responsabilidad civil de ser propuesta tiene como objetivo fundamental obtener la reparación del daño, lo cual se encuentra en

³¹ Tamayo Lombana, Alberto, (1998), “Manual de Obligaciones”, editorial Temis, Bogotá, pp. 11.

³² Concepto 220-001918 del 17 de enero de 2006 de la Superintendencia de Sociedades.

perfecta armonía con el artículo 76 de la ley 45 de 1990 que establece que personas o sujetos que resulten lesionadas o perjudicadas por el uso de información privilegiada pueden intentar la correspondiente acción de responsabilidad civil para obtener la reparación ya señalada (daños materiales: daño emergente y lucro cesante), lo cual de ser llevado a la justicia ordinaria, se debe ventilar a través de demanda de carácter verbal tendiente a obtener la reparación de perjuicios y la ubicación de responsabilidad en el autor o autores de dichos perjuicios.

V. FORMAS DE PROTECCIÓN DEL MERCADO DE VALORES LA AUTORREGULACION DEL MERCADO

Es importante destacar que Estado Social de Derecho, desde su concepción filosófica, está concebido para la protección de la dignidad humana y dentro de la dignidad humana está el ámbito de protección de la libertad como bien supremo para el desarrollo del ser humano, tanto es así, que en el preámbulo de la actual Constitución Política se estableció: el Estado colombiano está fundado en el respeto de la dignidad humana, y el derecho a la libertad económica en correlación al marco de un Estado liberal en términos económicos, de aquí la comprensión del mercado en la figura del autorregulador del Mercado de Valores desde la concepción filosófica y su correlación con el Estado Social de Derecho.

Entonces tenemos, que la libertad para la sociedad colombiana y para el Estado Colombiano es un bien supremo, entendida esta como un Derecho y como la posibilidad de desarrollar la dignidad humana, que incluye respeto por la tradición del mercado autorregulador teniendo un límite que lo dará el Derecho a los demás y el bien común y en este caso el uso indebido de información privilegiada como práctica que atenta contra la libertad económica.

En consecuencia es menester mencionar que en Colombia existe ya la libertad de empresa, libertad del consumidor, la libertad de competencia y libertad financiera y del mercado de valores, como una especie del bien supremo de la libertad en general, que busca el desarrollo del ser humano y toda afectación debe ser proscrita y sancionada por el Estado y la sociedad.

La competencia, a primera vista, no admite protección constitucional, pero entendido el concepto de competencia como lo trata la economía si, da muchas luces que admiten la necesidad de protección por parte del Estado, para la economía, la competencia y libertad son elementos intrínsecos, indisolubles a la hora de las definiciones, son lo mismo, por eso es necesario que los operadores jurídicos entiendan el concepto de competencia, no desde lo semántico, si no de las definiciones de las ciencias económicas y desde la analogía del derecho contemporáneo, del derecho contractual privado.

Por tal razón, tenemos que el Artículo 333 C.N. se estableció:

*“La actividad económica y la iniciativa privada son libres, dentro de los límites del bien común. Y que **La libre competencia económica es un Derecho de todos que supone responsabilidades.** El Estado, por mandato de la ley, impedirá que*

se obstruya o se restrinja la libertad económica y evitará o controlará cualquier abuso que personas o empresas hagan de su posición dominante en el mercado nacional". (Lo resaltado es nuestro).

Como se deduce de la lectura de la norma anterior, lo que en verdad se protege es la libertad de competencia, como especie del bien supremo de la libertad, no la competencia en sí misma, aunque entendiendo que la afectación a la libertad de competencia, es una afectación, trasgresión de la misma competencia en términos económicos, significando que, entre otras, la gestión de los emisores de valores no debe lesionar la protección de los intereses generales y debe observar las normas que regulan su emisión, negociación y transferencia, lo anterior nos brinda elementos argumentativos en donde la intervención en el sistema financiero, bursátil y asegurador tiene su fuente constitucional en la aplicación del Artículo 335 de la Constitución Política de Colombia que establece:

*"Las actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos de captación a las que se refiere el literal d) del numeral 19 del Artículo 150, son de interés público y sólo pueden ser ejercidas previa autorización del Estado, conforme a la ley, la cual regulará la forma de intervención del Gobierno en estas materias y promoverá la democratización del crédito".*³³

Concluyéndose que en perfecta armonía con lo dispuesto en el Artículo 333 de la Carta Política el interés público inmerso en el mercado de valores demanda que el Estado colombiano intervenga y regule esa actividad con miras a proteger los intereses de los inversionistas y el mercado.

En el medio jurídico nacional existen como mecanismos para proteger el mercado de valores y a sus sectores tanto pasivos como activos los siguientes eventos básicos para el desarrollo de nuestras conclusiones al final de esta investigación:

- La intervención estatal.
 - La existencia de medios para suministrar suficiente información.
 - La tipificación de conductas penales.
 - Autorización estatal para emitir valores.
-
- El tema de la **intervención estatal** lo vislumbramos con amplitud en el tratamiento que brinda la ley 964 de 2005 en su artículo primero cuando establece los objetivos y criterios vigentes para la intervención del gobierno

³³ Reproducción Artículo 335 de la Constitución Política de Colombia.

central en materia de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y los márgenes de funcionamiento que deben adoptar los intervinientes en el mercado en cuanto a equidad, transparencia y disciplina. Destacándose como dicha ley tiene como propósito general crear un marco de confianza para un buen desarrollo y ejecutoria del mercado de valores, sin que se vulnere la libre competencia.

- **Variados mecanismos para el suministro de información**, que existen o se dan a conocer a través de la oferta pública de valores que hacen los emisores en forma previa, la cual se debe inscribir para su colocación en el registro nacional de valores y emisores (decreto 2555 de 2010, artículos 6.1.1.1.1. y 7.5.1.1.2 inciso tercero) so pena de que el contrato que sirve de causa a la negociación se considere ineficaz (artículo 10, ley 32 de 1979).

En virtud de tal registro el emisor está sujeto a normas que lo comprometen a revelar información recaudada tanto periódica como temporalmente. Igualmente observamos que dentro de las regulaciones de la ley 32 de 1979 se tiene que para que la oferta sea considerada como pública, debe utilizar medios masivos de comunicación para darla a conocer (televisión, prensa, radio, periódicos, revistas, carteles, cine, boletines difundidos por redes sociales), independiente de quien sea su destinatario –sector público, sector indeterminado de éste o personas determinadas–.

Es importante también significar para el aspecto de divulgación de la información que los sujetos que actúan como intermediarios en el mercado de valores están sujetos a múltiples controles por parte del Estado (Superintendencia Financiera, de Sociedades), y en forma privada a través del Autorregulador del mercado de valores (AMV) que cubre a comisionistas de bolsa, corredores independientes de valores y demás sujetos que interactúan en el mercado de valores.

En ese orden de ideas se hace importante destacar el aporte realizado por la Honorable Corte Constitucional, ya que ésta tuvo la oportunidad de pronunciarse sobre la importancia del sistema financiero bursátil, señalando que se trata de una actividad estrictamente privada que en modo alguno implica transferencia de funciones públicas a un particular, toda vez actúa en el plano del Derecho privado en forma independientemente al Estado, así en la práctica tenga asignadas competencia o similares con relación a la corrección y disciplina de los participantes en los mercados de activos financieros. Sobre el particular, expresó la Corte:

“En consecuencia, quien es titular de la función pública de inspección, vigilancia y control sobre la actividad bursátil a la luz de la Ley 964 de 2005, es la

Superintendencia Financiera de Colombia, en representación del Gobierno Nacional. Frente al mecanismo de autorregulación previsto en la citada Ley no hay delegación, ni tampoco duplicidad de funciones, pues unos y otros transitan por senderos jurídicos sustancialmente distintos.

*La actividad que desarrolla la Superintendencia Financiera responde al cumplimiento de una función pública definida directamente en la Constitución y la ley, mientras que la labor desarrollada por el ente autorregulador se desenvuelve en el escenario del derecho privado, aunque dentro del marco del ordenamiento jurídico, por tratarse de una actividad de interés público. De esa manera, resulta irrelevante que el autorregulador proceda de uno u otro modo respecto de alguno de los agentes sometidos a su competencia, pues, en todo caso, la Superintendencia Financiera está habilitada para ejercer su función pública respecto del mismo sujeto o asunto, sin que se comprometa el principio de non bis in ídem, ya que se trata de competencias distintas que operan en escenarios diferentes. La primera en el ámbito del derecho privado, la segunda en el campo del derecho público”.*³⁴

De igual manera, la Corte Constitucional en Sentencia C-083 de 1999, expresó al respecto:

*"La noción sobre el sistema de organización y planificación general de la economía instituida en un país. En Colombia si bien no existe un modelo económico específico, exclusivo y excluyente, el que actualmente impera, fundado en el Estado Social de Derecho, muestra una marcada injerencia del poder público **en las diferentes fases del proceso económico en procura de establecer límites razonables a la actividad privada o de libre empresa y** garantizar el interés colectivo: en el sistema político colombiano, el orden público económico se consolida sobre la base del equilibrio entre la economía libre y de mercado, en la que participan activamente los sectores público, privado y externo, y la intervención estatal que busca mantener el orden y garantizar la equidad en las relaciones económicas”.*³⁵ (Lo resaltado es nuestro).

En igual sentido, la misma Corte expresó sobre la referencia en el derecho público de la libre competencia de los mercados, mediante sentencia SU-166 de 1999, que:

“...El ordenamiento jurídico y la propia Constitución distinguen campos en donde la autonomía privada está regulada por normas imperativas o

³⁴ Corte Constitucional. Sala Plena. Sentencia C-692 de 2007. Magistrado ponente: Dr. Rodrigo Escobar Gil. p. 45.

³⁵ Corte Constitucional Sentencia C-083 del año 1999. Magistrado ponente: Dr. Vladimiro Naranjo Mesa.

*irrenunciables, esto es, normas que se aplican en cualquier caso y, por lo tanto se imponen a la voluntad de los particulares”.*³⁶

- **Existencia de normas penales.**

Tal como se ha contemplado en capítulos anteriores el Estatuto Penal Colombiano, con la modificación del Estatuto de Anticorrupción (Decreto 1464 de 2011), en los artículos 420 y 458 regula lo atinente al uso indebido de información privilegiada teniendo como actor al servidor público y al particular, con lo cual se cumple con el referido requisito en cuanto a protección del Mercado de Valores.

- Finalmente se tiene, en materia de **autorización estatal para emitir valores**, lo normado en la ley del mercado de valores que regula la ley ya antes nombrada 964 de 2005 en sus artículos 1, 4, 22, 24, 29 y el decreto 2555 de 2010 en los artículos 7.6.1.1.1 y 7.6.1.1.3.

En el campo de la autorregulación del mercado y su disciplina encontramos su presencia en la ley 964 de 2005 (julio 8) cuando en el artículo 24 establece que comprende la autorregulación del mercado, así:

“a) la función normativa consistente en la adopción de normas para asegurar el correcto funcionamiento de la actividad de intermediación;”

“b) función de supervisión consistente en la verificación del cumplimiento de las normas del mercado de valores y de los reglamentos de autorregulación;”

“c) la función disciplinaria consistente en la imposición de sanciones por el incumplimiento de las normas en el mercado de valores y los reglamentos de autorregulación, en virtud de procedimientos gestados en quejas de oficio u a petición de parte”, reiterándose en el artículo 25 de la misma ley que quienes realicen actividades de intermediación de valores “...están obligados a autorregularse en los términos del presente capítulo extendiéndole la autorregulación a organismos como las bolsas de valores y lo más trascendental el situar la naturaleza de la autorregulación, de no tener el carácter de **función pública**”.

³⁶ Corte Constitucional Sentencia SU-166 de 1999. Magistrado Ponente: Dr. Alejandro Martínez Caballero.

En conclusión, la posición doctrinal de los tratadistas Remolina Angarita, N., y Peña Nossa, L., en su texto De los Títulos Valores, publicado por la Universidad de los Andes, en su Facultad de Derecho, el 2 de mayo de 2011, pp. 294-301, y de la Corte Constitucional –C-263 de 2011, M.P. Jorge I. Pretelt Chaljub–. sobre tal tópico y la actuación dentro del campo de la libre competencia, se replica que dicho mercado está bajo la intervención estatal encaminada a proteger al inversionista y que tal actividad en el accionar de los emisores e intermediarios de valores debe estar invadida por los principios de transparencia, equidad, justicia en su accionar y lo más relevante sujetándose a las condiciones y señalamientos hechos por la ley al respecto.

VI. LOS ORGANOS DE CONTROL Y SU PAPEL FRENTE AL USO INDEBIDO DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

Dentro del tema de la protección a los inversionistas y la intervención estatal, bajo las luces de la actual Carta Política, encontramos cuatro organismos que juegan un papel importante en materia de control, vigilancia e inspección de los entes que en algún momento actúan como intermediarios de valores y emisores en el mercado bursátil colombiano y ellas son la Superintendencia de Sociedades, la Superintendencia Financiera, Ministerio de Hacienda y Crédito Público y la Fiscalía General de la Nación.

- **La Superintendencia de Sociedades**

Fue creada por la Ley 58 de 1931, bajo el rótulo de Superintendencia de Sociedades Anónimas como una sección comercial del gobierno encargado de la ejecución de las leyes y decretos que se relacionaban con las sociedades anónimas y con la función de vigilar todas las sociedades de esta clase, excepción hecha de las que ya venían siendo vigiladas por la otrora Superintendencia Bancaria, hoy Superfinanciera.

En virtud de los Decretos 2831 de 1952 y 239 de 1957, se amplió el rango de sociedades a vigilar, haciéndose extensiva a otras clases de sociedades, siempre y cuando a ellas estuviere vinculada como socia una sociedad anónima directamente o por conducto de otra compañía, con participación de un 33 % o más.

Es un organismo de carácter técnico adscrito al ministerio de desarrollo económico que tiene como propósito fundamental contribuir al desarrollo de la comunidad, brindando certeza en la interpretación y agilidad en la aplicación del régimen legal vigente y desarrollando funciones jurisdiccionales a su cargo en forma oportuna y altamente especializada.³⁷

Así tenemos que como ratificación de esta última labor, se expidió la Ley 1258 del 2008, Artículo 44, en donde se le atribuyeron funciones jurisdiccionales a la Superintendencia de Sociedades actuando en el mismo grado de un juez de la República, en especial al presentarse conflictos entre los socios o accionistas y la sociedad, teniendo como fundamento el Artículo 116 de la Constitución Política.

³⁷ Velázquez Rodríguez, Oscar Darío, (2003), “Nuevo manual de Derecho Comercial”, Segunda Edición, librería Jurídica Sánchez R. Ltda., pp. 268-278.

Aspecto importante para el desarrollo de las Conclusiones y recomendaciones a implementar en la regulación existente en materia del uso indebido de información privilegiada atentatoria de la libre competencia, dado que:

- Es el ente que en circular externa No. 20 de noviembre 4 de 1997, fijó el siguiente criterio sobre información privilegiada en el mercado empresarial, “... es aquella a la que solo tienen acceso directo los administradores (sujetos calificados) en razón de su profesión u oficio. Esta información 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”.
- En el caso de los administradores de sociedades comerciales la Superintendencia de Sociedades considera que hay uso indebido de información privilegiada cuando quien la posee y está en la obligación de mantenerla en reserva, la divulga incurriendo en tal conducta.
Destaca la Superintendencia que se tipifica la conducta en mención cuando quien la usa lo hace con el fin de obtener provecho propio o de terceros.
- De otro lado, en la Ley 222/95, Artículo 83, reformativo del tratamiento de las sociedades comerciales en el Código de Comercio vigente, planteó el poder oficioso de que goza la Superintendencia de Sociedades para analizar la información que se brinde por las sociedades tanto las vigiladas como las no vigiladas, al proclamarse: “Solicitar, confirmará y analizará de manera ocasional, y en la forma, detalle y términos que ella determine, la información que requiera sobre la situación jurídica contable, económica o administrativa de cualquier sociedad no vigilada por la Superintendencia Financiera de Colombia o sobre operaciones específicas de la misma”.
- En el Artículo 23, de la anotada Ley, se prohíbe a los administradores de sociedades comerciales utilizar indebidamente información privilegiada reiterándose el deber de reserva para ellos.
- Finalmente, en el Decreto. 1023 del 18 de mayo de 2012, Artículo séptimo, en el numeral 33, se destaca el papel de la Superintendencia de Sociedades, así: “Vigilar los entes económicos bajo inspección, vigilancia o control, como sus administradores, funcionarios y profesionales de aseguramiento de información, cumplan con las normas en materia de contabilidad de información financiera y aseguramiento de información”.
Y en el numeral 35 del prenombrado Decreto, determinó: “Ejercer funciones jurisdiccionales que le han sido asignadas por la ley”.
- Lo que sí es dicente y da lugar a la recomendación de adscribir a un solo ente, el control, vigilancia y sanción del uso indebido de información privilegiada, en que la Superintendencia de Sociedades en este tópico lo reduce a un simple problema societario –entre socios y la sociedad administrada– que deja de lado su connotación de conducta atentatoria

contra la libre competencia, ejemplo, el tratamiento que se le impartió a la investigación del caso InterBolsa, el escándalo financiero más grande de los últimos años. En contravía de lo ejecutado por la Fiscalía General de la Nación, en cabeza de la fiscal Alejandra Ladino Pinzón, en la imputación de cargos por delitos económicos, entre ellos el uso indebido de información privilegiada en favor de los indiciados Juan Carlos Ortiz, Tomas Jaramillo, Víctor Maldonado y Alessandro Corridori.

- Lo claro y determinante es que este órgano de control si cumple con los mandatos de la Carta Política en materia de intervención estatal en los organismos financieros y lo más importante es que actúa con funciones jurisdiccionales similares a las de un juez de la República, imponiendo sanciones y multas a los indiciados que han incurrido en actos atentatorios del uso de la información privilegiada en el mercado bursátil. En el caso de InterBolsa ha cumplido un papel relevante a través del nombramiento de interventores en los diferentes entes que conforman el grupo InterBolsa, para ultimar la liquidación de los mismos.³⁸

Concluyéndose con todo lo destacado anteriormente que la Superintendencia de Sociedades y la normatividad existente al respecto, han configurado un concepto propio de información privilegiada, diferente al establecido para el mercado de valores y el que nos trae el Código Penal, dado que la definición en mención está referida a la condición de reserva absoluta, es decir que no se puede dar ningún detalle o revelar alguna información de la sociedad. Igualmente la prohibición se refiere a información a la que solo tienen acceso ciertas personas, en razón de su profesión u oficio, condiciones que son totalmente diferentes a lo regulado en el Mercado de Valores, en donde la información no necesariamente debe ser conocida por la reserva que guarda.

- **La Superintendencia Financiera de Colombia (antes Superbancaria)**

La Superintendencia Financiera de Colombia surgió de la fusión de la Superintendencia Bancaria con la Superintendencia de Valores, según lo establecido en el Artículo primero del Decreto 4327 de 2005, en donde tal organismo de carácter técnico quedó adscrito al Ministerio de Hacienda y Crédito Público, con personería jurídica, autonomía administrativa y financiera y patrimonio propio.³⁹

³⁸ Velásquez Rodríguez, Oscar Darío, (2003), “Nuevo manual de derecho comercial”, Librería Jurídica Sánchez R. Ltda., Segunda Edición, pp. 269-297.

³⁹ Superintendencia Financiera de Colombia. www.superfinanciera.gov.co

Con apoyo en los Decretos 2739 de 1991, 663 de 1993, la Ley 964/2005 y el Decreto No. 2555 de 2010, la Superintendencia Financiera ha venido cumpliendo su papel de interventor en sociedades y entes que efectúan actividades financieras, bursátiles, aseguradoras y otras que están bajo su lupa, como una expresión de la intervención que cumple el Estado, acorde a los designios del Artículo 135 de la Carta Política.

Resultando importante la labor que cumple en virtud de lo establecido en la Resolución de su dependencia No. 2127 del 2006, en donde una de sus principales funciones es la presidir audiencias por medio de las cuales, haciendo gala de su actuación como interventor, verifica conciliación previa entre los indiciados y quejosos y llega a proferir providencias acompañadas de multas cuantiosas en donde se concluyen trámites disciplinarios contra aquellas personas (directivos, administradores, gerentes, funcionarios) que estando bajo su control y vigilancia infringen las disposiciones vigentes sobre el uso indebido de información privilegiada en su infracción contra la libre competencia, como se conoce en el caso de InterBolsa S.A., en donde algunos de sus directivos como el señor Alessandro Corridori frente al manejo de las acciones en Bolsa, de Fabricato incurrió en conductas que vulneraron la estabilidad, seguridad y confianza en el mercado bursátil con las consecuencias ya conocidas.

Frente al papel de esta Superintendencia, es importante significar como en el caso de InterBolsa, la Procuraduría General de la Nación sancionó con 10 meses con exclusión del cargo directivo al Superintendente Financiero Dr. Gerardo Hernández por haber asumido una conducta pasiva, negligente en prevenir y posteriormente sancionar a los directivos de InterBolsa por los malos manejos que verificaron frente a sus clientes en el traslado de dineros a un fondo llamado Premium, que estaba domiciliado en la isla de Aruba, traslado de dineros que configuro una triangulación engañosa por cuanto los dineros que presuntamente se utilizaban en operaciones de bolsa recaían en los bolsillos de los directivos de InterBolsa. Nadie se explica cómo lo dice la revista Dinero no. 410 de noviembre 9 de 2012, página 29 como “la Superintendencia Financiera dejó crecer la práctica de la tercerización de InterBolsa, sin encender las alarmas. Los rumores en el mercado eran constantes, creando la impresión de que las autoridades en este caso La Superfinanciera actuó negligentemente”.

- **Ministerio de Hacienda y Crédito Público**

Dentro de los objetivos de este ente se encuentran los de formular y desarrollar a nombre del Gobierno Nacional las políticas del Estado en materia fiscal, tributaria,

aduanera, de crédito público, presupuestal, de ingresos y gastos, de tesorería, cambiaria, monetaria y crediticia, sin perjuicio de las atribuciones conferidas a la Junta Directiva del Banco de la República y las que correspondan a la intervención y regulación del Estado en las actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el administración, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público, de conformidad con la constitución política y la ley, siendo significativos para la presente investigación, la “función de organización y regulación del mercado público de valores por intermedio de las autoridades competentes”.

El artículo 189 de la Carta Política y el artículo 62 de la ley 1430 de 2010, son expresiones de la intervención del Ministerio de Hacienda de Crédito Público dentro de la fijación y manejo de los servicios públicos y financieros que se prestan por entidades adscritas a él, siendo entonces expresión de la regulación del servicio financiero que prestan el Autorregulador del Mercado de Valores, la Bolsa de Valores y las Superintendencias Financiera y de Sociedades que tiene en su expresión en el manejo de la libre competencia como política de Estado.

- **La Fiscalía General de la Nación**

Órgano creado en la Constitución Política de 1991, adscrito a la Rama Judicial del Poder Público que tiene como principal función la de combatir la impunidad, investigando de oficio o mediante denuncia o querrela los delitos o ilícitos cometidos, a fin de acusar a los presuntos responsables de ilícito ante los juzgados y tribunales competentes, a partir de un sistema oral acusatorio implementado en la Ley 906 de 2004.

La Fiscalía General de la Nación, en su carácter ya descrito anteriormente, y teniendo como sustento el Artículo 259, del estatuto punitivo, tiene a su cargo el conocimiento del delito de “utilización indebida de información privilegiada”, que sanciona a 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”. El incumplimiento de tal norma sobre información privilegiada constituye una infracción del régimen del mercado de valores tal como se ha explicado en el inicio de este documento.

En el contexto de la Ley 45 de 1990, en su Artículo 75, se tiene que la “... información privilegiada es la de carácter concreto que no ha sido dada a conocer al público y que de haberlo sido la habría tenido en cuenta un inversionista

medianamente diligente y prudente al negociar los respectivos valores”, prohibiéndose a cualquier persona realizar operaciones en el mercado de valores utilizando información privilegiada.

Bajo el amparo de estas normas, los fiscales instructores adscritos a la Fiscalía General de la Nación buscan en últimas, reivindicar el principio de igualdad en la participación en el mercado de valores, sancionando a los presuntos infractores de las precedentes normas ya destacadas tanto en el campo penal como en el campo privado.

Agregándose en el análisis normativo en materia sancionadora y de conocimiento de la Fiscalía General de la Nación, la entrada en vigor del Estatuto anticorrupción que se incorporó en la ley 1474 de 2011, en donde se regula las conductas de los servidores públicos y particulares en el campo de la administración pública, y de ésta con el sector privado, buscándose proteger el patrimonio estatal, apareciendo el Artículo 13, concordante con los artículos 67, 258 y 420 del Código Penal, en lo atinente a la pena de prisión establecida de uno (1) a tres (3) años y multa de cinco (5) a cincuenta (50) salarios mínimos legales mensuales vigentes, para el evento de que se utilice información conocida por razón de su profesión u oficio, buscando obtener para sí o para un tercero, provecho mediante el uso de información que no es de conocimiento público (servidor público o un particular).

Dejándose en esta forma planteado el papel de la Fiscalía General de la Nación como ente investigador y sancionador en materia punitiva frente al uso indebido de información privilegiada en el mercado de valores en donde el establecimiento del ilícito tiene su campo de aplicación sobre la conducta típica del indiciado al divulgar la información que no tiene el carácter de pública todavía, pero en donde hay un dolo específico de provecho para sí o de un tercero.⁴⁰

⁴⁰ Fiscalía General de la Nación. www.fiscalia.gov.co.

VII. EL AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES EN COLOMBIA

Los antecedentes sobre la Autorregulación del Mercado de Valores en Colombia no son nuevos por cuanto esta ha sido una institución de vieja data, toda vez que sus orígenes se remontan a los mismos de la existencia de la actividad bursátil, el contexto histórico en su origen es eminentemente privado y contractual, las primeras manifestaciones de autorregulación se plasmaron en los estatutos de la Bolsa de Valores de Bogotá creada en 1928, entendiendo que la aparición de las bolsas de valores se remonta a finales del siglo XVI, época en la que comenzaron las sociedades anónimas emitiendo acciones y valores en masa, actividad que las identificó como la razón de ser del mercado bursátil. Las sociedades anónimas surgieron como consecuencia del dinámico crecimiento de la producción y el comercio a nivel mundial. Con ellas aparecieron otra clase de bienes objeto de comercio, conocidos como los valores mobiliarios o títulos valores entre los cuales inicialmente surgieron las acciones y para facilitar su negociación, se formaran las bolsas de valores.

“En Colombia, la evolución del mercado de capitales ha estado ligada al desarrollo de la economía del país. El proceso de industrialización ocurrido en Colombia en las primeras dos décadas del siglo XX, fruto del desarrollo del sector cafetero, intensificó el progreso en la tecnificación de sectores importantes para la economía colombiana, movilizand o una corriente de capitales de gran importancia en regiones como Antioquía y Cundinamarca.

Sin embargo, la transformación de una economía basada principalmente en el comercio y la agricultura hacia un proceso de industrialización, hizo necesaria la acumulación de capitales para crear empresas que se convirtieran en pioneras del desarrollo nacional. Paralelamente, el crecimiento vertiginoso del sector financiero llevó a que algunos ciudadanos, vinculados al mercado, pensar an en la creación de una bolsa de valores, dando vida a un organismo adecuado para la transacción controlada y pública de los valores que empezaban a representar las nuevas expresiones de la riqueza nacional. El surgimiento de la primera Bolsa de Valores ocurrió en un momento oportuno de la vida económica nacional”.⁴¹

El profesor Ochoa Maldonado, O; en su libro sobre “el Autorregulador del Mercado de Valores: instrumento para la profundización e integridad del mercado de activos financieros”. Julio a diciembre de 2011, destaca que:

“Solamente a partir de 1960 la normatividad oficial del Estado reconoce a través de la expedición del Decreto 2969 de ese mismo año, la existencia de la figura en

⁴¹ Fuente disponible en UR <http://www.portafolio.co/opinion/blogs/mercado-bursatil-colombiano/comportamiento-accionario-de-la-bolsa-de-valores-de-colomb> fuente consultada el 19 de diciembre de 2014.

comento, al consignar expresamente como función de las bolsas de valores la expedición de reglamentos de funcionamiento y las facultades disciplinarias frente a sus miembros por la vulneración de los mismos”.*⁴²

Pero en Colombia, a la luz del marco histórico legal, tiene amplios antecedentes, entre los cuales se destaca el primer marco normativo expresado en la Ley 32 de 1979, por medio de la cual se creó la Comisión Nacional de Valores, en su Artículo 9, numeral 14, en donde se le asignó dentro de sus funciones a la nueva entidad: *“adoptar las medidas de carácter general que se requieran para proteger los sanos usos y prácticas que deben observarse en el mercado de valores”.*

Adicionalmente, en el numeral 18 del mismo Artículo, le encomendó el *“adoptar las demás medidas necesarias”.*

Luego se dio la unidad normativa de la Ley 45 de 1990, la cual dispuso en su Artículo 75, Información privilegiada. *“Ninguna persona podrá, directamente o a través de interpuesta persona, realizar una o varias operaciones en el mercado de valores utilizando información privilegiada, so pena de las sanciones de que trata la letra a) del Artículo 6 de la Ley 27 de 1990”.*

Acogiéndose a 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:

El doctrinante Torrado Angarita, J., plantea respecto a las sanciones de la referida Ley lo siguiente:

*“A pesar de que la Ley 45 de 1990 contiene unos elementos muy claros que corresponden a estándares internacionales sobre usos de información privilegiada en el mercado de valores, al existir igualmente regulaciones de la entonces Superintendencia de Valores regulando su vigencia y las correspondientes sanciones administrativas y las diferentes resoluciones emitidas por la Superintendencia de Industria y Comercio, respecto a las infracciones al derecho de la competencia, es cierto y claro que la regulación existente es endeble, no dura en materia de multas o sanciones económicas, significando la importancia de verificar reforma en tal sentido.”*⁴³

⁴² Ochoa Maldonado, O., (2011), “El autorregulador del mercado de valores: instrumento para la profundización e integridad del mercado de activos financieros”, Revista Verbs Iuris, pp. 81.

⁴³ Torrado Angarita, J. (Mayo 2008), “El uso indebido de información privilegiada en el mercado de valores colombiano a la luz de la experiencia Estadounidense.” Régimen Jurídico del Mercado de Valores Colombiano, Facultad de Derecho, Universidad de los Andes y Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, Revista de Derecho Privado No. 39, pp. 2.

Para el mismo expositor, Jorge Torrado Angarita, no puede dejar de analizarse el uso de información privilegiada en el mercado *“sin hacer referencia a la obligación que impone la ley a las sociedades inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores de revelar toda información material ocurrida a su interior tan pronto como el hecho se produzca. Dicha obligación se encuentra plasmada en el Artículo 1.1.2.18, de la Resolución 400 de 1995, expedida por la entonces Superintendencia de Valores”*.⁴⁴

En el 2005 se expide en Colombia la Ley 964 que contiene disposiciones propias de Ley Marco (Art. 150. Numeral 19, Literal d. de la Constitución Política) y adicionalmente preceptos de intervención (Art. 335, CP.). Lo anterior significa en lo referente a la materia que nos corresponde, esta normatividad elevó a rango legal las funciones a cargo de los organismos autorreguladores e impuso la obligación para todos los agentes del mercado de que previo a intervenir en el mismo, como intermediarios de valores, obtuvieran la membresía de un organismo de esa naturaleza reconocido por el Estado. El profesor Ochoa Maldonado, O.; en su investigación del “Autorregulador del Mercado de Valores como instrumento para la transparencia e integridad del mercado de activos financieros”. Julia a diciembre 2011, Verba Iuris, destaca la importancia de la Ley 964 de 2005 expresando que:

“Dicha Ley permitió que accedieran a los mercados organizados de las bolsas no solamente las sociedades comisionistas de bolsa se había hecho, sino que por el contrario, permitió la intervención directa de los establecimientos de crédito, las sociedades fiduciarias, las compañías aseguradoras, las sociedades administradoras de fondos de pensiones y de cesantías, los cuales se sumaban a los comisionistas de bolsa que en esa forma perdieron su monopolio en el acceso a la bolsa”.⁴⁵

Pero cabe aclarar que la relevancia de los mecanismo de autocontrol, ha cobrado importancia a raíz del marco normativo contenido en la Ley 964 de 2005 (Ley marco y de intervención en el mercado de valores) y sus desarrollos reglamentarios, los cuales le han asignado una serie de competencias que hacen que hoy día el Autorregulador se erija en supervisor de primera línea en materia de conductas contrarias al mercado de activos financieros, según el memorando de entendimiento del 9 de noviembre de 2007⁴⁶, suscrito entre la Superintendencia Financiera y el organismo Autorregulador del Mercado, ente de carácter privado y gremial, lo cual es fundamental entre el equilibrio simétrico de los agentes

⁴⁴ Torrado Angarita, J. Ibídem, pp. 14.

⁴⁵ Ochoa Maldonado, O., (2011), “El auto regulador del mercado de valores instrumento para la profundización e integridad del mercado de activos financieros”, Revista Verbs Iuris, pp. 83.

⁴⁶ Memorando de entendimiento entre la Superintendencia Financiera de Colombia y la Corporación Autorregulador del Mercado de Valores. 9 de noviembre de 2007.

económicos, tal como quedo manifiesto en el Concepto 2010072050-001 del 8 de octubre de 2010 de la Superfinanciera, el cual expresa en los siguientes términos que:

*“No puede pactarse una cláusula o ejecutarse una práctica que establezca para alguna persona el conocimiento previo del reporte de información que el emisor debe efectuar al mercado, pues se presentaría una asimetría de información entre los participantes e incluso del público en general, asimetría que pretende precisamente eliminarse con las normas de revelación de información como pilar fundamental del funcionamiento del mercado y la libre y adecuada formación de precios”.*⁴⁷

En otro contexto, la Ley 964 de 2005 fijó los objetivos y criterios con sujeción a los cuales el Gobierno ejerce intervención señalando, entre otros, que: “El mercado de valores ha de estar provisto de información oportuna, completa y exacta”.⁴⁸

Por su parte, la Ley 964 de 2005 dispuso en su Artículo 49 que:

“La Superintendencia de Valores (hoy Superintendencia Financiera) tendrá la facultad de imponer, a quienes desobedezcan sus decisiones o a quienes violen las normas que regulen el mercado de valores las sanciones a que se refiere el presente título, cuando incurran en cualquiera de las infracciones previstas en el artículo siguiente de la presente ley”.

En conclusión, el memorando de entendimiento ya aludido aportó para el papel de la autorregulación del Mercado de Valores en Colombia, que existiera un compromiso suscrito entre las partes que estableciera el respeto a los principios que orientan y facilitan el cumplimiento de las funciones de cada entidad, la vocación de colaboración mutua entre ellas y la realización coordinada de actividades y esfuerzos en desarrollo de sus respectivas funciones. Ratificando de paso que tal memorando evitaría en materia de manejo de la información privilegiada una duplicidad en cuanto a los organismos de control y vigilancia y en especial el poder sancionador de los mismos, lo cual quedo establecido claramente en cabeza del Autorregulador del Mercado de Valores.

En esa cronología destacada es bueno situar que el 12 de junio de 2006 se constituyó la Corporación Autorregulador del Mercado de Valores en Colombia con el objeto de adelantar todos los trámites y gestiones tendientes a obtener

⁴⁷ Superintendencia Financiera Concepto 2010072050-001, de 8 de octubre de 2010.

⁴⁸ Artículo 1° de la Ley 963 de 2005. Contratos de estabilidad jurídica, derogada por el Artículo 166, Ley 1607 de 2012.

autorización por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia para actuar como organismo de autorregulación del mercado de valores en Colombia.

El 12 de junio de 2006 se constituyó la Corporación Autorregulador del Mercado de Valores con el objeto de adelantar todos los trámites y gestiones tendientes a obtener autorización por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) para actuar como organismo de autorregulación del mercado de valores en Colombia.

Tras adelantar los trámites ante la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) y después de llevarse a cabo la etapa de verificación, el 7 de julio de 2006, la SFC autorizó a AMV para funcionar como el único Autorregulador del Mercado de Valores para Colombia.

Aquí cabe preguntarnos si las sanciones que impone el AMV son distintas a las que impone la Superintendencia Financiera y, de otro lado, cabe la pregunta si las investigaciones del AMV excluyen la actuación de la Superintendencia Financiera y viceversa.

Con el fin de atender adecuadamente esta inquietud, resulta procedente traer a colación, por considerarlo ilustrativo, lo manifestado por la Corte Constitucional en sentencia C-692 de 2007, mediante la cual se declaró la exequibilidad del esquema de autorregulación consagrado en la Ley 964 de 2005. Señala dicha providencia en algunos apartes:

“(…) quien es titular de la función pública de inspección, vigilancia y control sobre la actividad bursátil, a la luz de la Ley 964 de 2005, es la Superintendencia Financiera de Colombia, en representación del Gobierno Nacional. Frente al mecanismo de autorregulación previsto en la citada Ley no hay delegación, ni tampoco duplicidad de funciones, pues unos y otros transitan por senderos jurídicos sustancialmente distintos. La actividad que desarrolla la Superintendencia Financiera responde al cumplimiento de una función pública definida directamente en la Constitución y la ley, mientras que la labor desarrollada por el ente Autorregulador se desenvuelve en el escenario del derecho privado, aunque dentro del marco del ordenamiento jurídico, por tratarse de una actividad de interés público. De esa manera, resulta irrelevante que el Autorregulador proceda de uno u otro modo respecto de alguno de los agentes sometidos a su competencia, pues, en todo caso, la Superintendencia Financiera está habilitada para ejercer su función pública respecto del mismo sujeto o asunto, sin que se comprometa el principio de non bis in idem, ya que se trata de competencias distintas que operan en escenarios diferentes. La primera en el ámbito del derecho privado, la segunda en el campo del derecho público”.

Es importante, en este orden de ideas, significar para efectos del presente trabajo, quien financia el Autorregulador del Mercado de Valores y la respuesta es que conforme a sus estatutos AMV se sostiene principalmente por medio de un esquema de contribuciones que hacen sus miembros, definido en el artículo 32 del Reglamento de dicho ente, el cual señala lo siguiente:

“Los miembros deberán pagar a AMV las contribuciones que el Consejo Directivo apruebe, de conformidad con los siguientes criterios:

Una contribución de admisión equivalente a SESENTA salarios mínimos legales mensuales vigentes, la cual será pagada por una sola vez, cuando el respectivo intermediario de valores sea admitido como miembro de AMV. Una contribución de sostenimiento que se pagará a lo largo del año, en las fechas que establezca el Consejo Directivo, cuyo monto será establecido igualmente por dicho órgano de conformidad así: El 35% del presupuesto de gastos de AMV se financiará mediante el pago de una cuota fija y de igual monto establecida por el Consejo Directivo, pagada por parte de cada miembro; el 25% del mencionado presupuesto se financiará mediante el pago de una cuota variable que se establecerá según el número de operaciones de compra y venta de valores realizadas; el 25% de tal presupuesto se financiará mediante el pago de una cuota variable que se establecerá según el volumen de las operaciones de compra y venta de valores realizadas; finalmente, el 15% de tal presupuesto se financiará mediante el pago de una cuota variable que se establecerá de acuerdo con el monto de los saldos en balance en las cuentas que representan el inventario de inversiones de cada miembro”. “Otra forma de recibir ingresos corresponde a los pagos efectuados por quienes presentan los exámenes de certificación en sus diferentes modalidades”.

Siguiendo con la presentación del Autorregulador del Mercado de Valores en Colombia, se tiene que este se estructura de la siguiente manera en su organización y administración:

Asamblea de miembros, Consejo Directivo y Presidencia. Los estatutos de la Corporación señalan las funciones propias de cada órgano.

El Consejo Directivo está conformado por diez (10) miembros, cinco (5) de ellos representantes de la industria (entidades gremiales y miembros Clase A) y cinco (5) miembros independientes.

Corresponde al Presidente en el ámbito de sus funciones dirigir la Entidad. El Presidente es elegido por el Consejo Directivo para un período de tres (3) años,

puede ser ratificado hasta por dos periodos consecutivos, pero también puede ser removido en cualquier momento cuando así lo decidan las tres cuartas partes de los directores del mencionado Consejo. **El Presidente** es el representante legal del Autorregulador.

De otra parte, debe mencionarse que el **Tribunal Disciplinario** es el órgano de juzgamiento del Autorregulador. El Tribunal tiene una Sala de Revisión y Salas de Decisión, las cuales están integradas por tres miembros, de los cuales dos (2) son independientes y uno (1) de industria.

En ese orden de ideas, todas las entidades financieras pertenecen al AMV y son vigiladas por el AMV:

No. Sólo aquellas entidades financieras que tienen la calidad de intermediarios de valores son miembros de AMV. Sobre este punto, debe señalarse, sin embargo, que la gran mayoría de las entidades financieras se encuentran autorreguladas ante este organismo. En efecto, AMV cuenta en la actualidad con 115 miembros autorregulados en valores. AMV también cuenta con 40 miembros autorregulados voluntariamente en divisas.⁴⁹

Entendiéndose que la figura del Autorregulador del mercado se ha justificado históricamente ante la necesidad de contar con instrumentos de corrección y disciplina en el seno de los mercados organizados, por cuanto tiene evidentes ventajas en cuanto al conocimiento de las realidades del mercado, capacidad técnica y mayor nivel de aceptación por parte de los destinatarios de la reglamentación.

Lo anterior significa que la naturaleza jurídica adoptada por tal entidad fue el de una corporación de carácter privado sin ánimo de lucro, para obrar como organismo de autorregulación del Mercado de Valores en Colombia, de carácter nacional, que se rige por la Constitución, las normas civiles, la Ley 964 de 2005 y las normas que la desarrollan, por sus estatutos y reglamentos y por los principios se aplican a los organismos de autorregulación.

⁴⁹ Blogs del espectador, Alberto Donadio. <http://blogs.elespectador.com/interbolsa/2013/09/27/que-es-el-amv/>

VIII. CASOS EN DONDE SE HA TRATADO EL USO INDEBIDO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN EL MERCADO DE VALORES NACIONAL, A TRAVÉS DE FALLOS EMITIDOS POR EL AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES DE COLOMBIA

Existen dos fallos emitidos por el AMV, en el 2007, y que tienen que ver con la violación al uso de información privilegiada en materia de compraventa de acciones de la empresa InterBolsa S.A., en donde los indiciados fueron dos funcionarios de la anotada entidad: Edwar Neira Marín y Elvira Sinisterra Salcedo, por actos similares relativos a la integración de negocios entre las sociedades InterBolsa S.A., e Inversionistas de Colombia S.A., negocio que se habría consolidado entre el 2 y el 3 de agosto de 2006, y que permitieron a través de la violación de la reserva de tal operación, que el precio de la acción de InterBolsa presentara un comportamiento inusual, dado que se verificaron un número plural de operaciones de compra de acciones las cuales tuvieron lugar en su mayoría el 4 de agosto de 2006, particularmente antes de que fuera publicada la información de integración de las mentadas entidades y que al verificarse las operaciones de venta por los compradores, a partir del 8 de agosto de 2006 trajo como consecuencia que el precio de la acción tuviera un alza importante, lo cual les representó, a los investigados, unas utilidades valiosas, en detrimento de otros operadores del mercado que no conocían ni conocieron de la verificación de tal integración en las aludidas empresas en forma previa sino con posterioridad.

Es significativo extraer, de los fallos aludidos, aspectos que llegan a determinar cuándo existe información privilegiada y cuándo se puede presentar el uso indebido de la misma, conociendo que dentro de la evaluación que se hace por el Tribunal Disciplinario en sala de decisión "2" del AMV frente al caso de **Edwar Neira Marín**, funcionario de la Sociedad Comisionista de Bolsa InterBolsa S.A., se significa: "... el hecho de que Neira Marín conoció la información sobre la posible integración entre InterBolsa e Inversionistas de Colombia antes de que la misma fuera pública, lo que le permitió hacer uso de ésta, informándole a su promotora comercial para que ella comprara por cuenta de él acciones de InterBolsa antes de que la información fuera pública, lo que efectivamente sucedió, pues él se comunicó con ella a las 12:13:18 p.m., y la operación de compra sobre dicha especie se llevó a cabo a las 12:15:24 p.m., del 4 de agosto de 2006. Estas acciones fueron vendidas después de publicada la información, operación de venta que se celebró el 8 de agosto, obteniendo así el investigado el beneficio esperado con la operación".⁵⁰

⁵⁰ Resolución No. 04 de julio 26 de 2007, del Autorregulador del Mercado de Valores.

Igual aconteció en el supuesto táctico del proceso disciplinario contra la funcionaría **Elvira Sinisterra Salcedo**, en cuanto a conocer en qué forma se dio la información privilegiada y su uso indebido que atentó contra el Mercado de Valores en su momento: "... de conformidad con las investigaciones adelantadas por AMV, la información relacionada con la integración empresarial entre AA S.A. y BB S.A., fue conocida y utilizada por algunas personas vinculadas a la misma sociedad comisionista de Bolsa AA S.A., el 4 de agosto de 2006, para efectuar operaciones sobre la mencionada acción antes de las 12:54:42 p.m., según se explicó.

La señora Sinisterra Salcedo fue la corredora que más transacciones realizó el mencionado 4 de agosto, antes de la hora de publicación oficial de la noticia, habiendo alcanzado un 26.76 % de las compras efectuadas sobre la acción de AA S.A., para diversos clientes, entre ellos para una sociedad de la cual su compañero permanente es accionista, conforme se puede verificar en el Anexo 1 de la Solicitud Formal de Explicaciones (SFE) que obra en el expediente.

De acuerdo con conversaciones sostenidas por la mencionada funcionaría, tanto vía Messenger con una amiga, como por teléfono con su compañero permanente, quien actuó a nombre propio y como supervisor de otro cliente de la misma funcionaría, AMV ha sostenido que la investigada se muestra conocedora de información importante en relación con la especie AA, situación que le habría motivado a efectuar las negociaciones a que se hizo referencia.

En el campo ya disciplinario en cuanto a la sanción a imponer por el uso indebido de Información Privilegiada se hace importante traer a colación apartes de los fallos emitidos en contra de los mentados funcionarios por procedimientos similares efectuados por ambos y con relación a la misma situación de integración de dos comisionistas de bolsa, en lo atinente a la función disciplinaria del AMV y el bien jurídico tutelado.

En el caso de Elvira Sinisterra Salcedo se tiene: *"Ahora bien, teniendo presentes los principios que rigen la función disciplinaria, en este estado del proceso debe recordarse la importancia de que las sanciones que se impongan conlleven un efecto disuasorio, que invite a los agentes del mercado a propugnar por la transparencia, integridad y seguridad en las operaciones que en él se realizan, de forma que se ofrezcan las mismas condiciones de acceso a todos sus participantes sin incurrir en prácticas abusivas que pueden repercutir en los intereses de los inversionistas".*

"Por lo tanto, dado que el bien jurídico tutelado es la confianza del público, aquí asociada al manejo de la información en el mercado de valores, la calidad de administrador de la investigada y el haber conocido la información sin haber tenido derecho a la misma y haberla usado, de manera tal que como quedó evidenciado, fue la corredora que más transacciones realizó el día 4 de agosto de 2006, sobre la especie AA "2" que el respeto por un marco regulatorio adecuado y eficiente que permita mayores niveles de crecimiento y, "sobre todo, de un marco claro de actuación para todos los participantes en el mercado, con la suficiente seguridad jurídica, obligan a que el uso de información privilegiada tenga una consecuencia ajustada al cargo desempeñado por la investigada y a la consecuente responsabilidad del mismo, razón por la cual se decide imponerle a la investigada una sanción de expulsión".⁵¹

El otro evento se trata con referencia a la actuación del señor Edwar Neira Marín como empleado de InterBolsa, planteándose "a juicio de la dirección legal y disciplinaria de AMV, la conducta del Señor Neira Marín resulto violatoria de las disposiciones ya citadas en la SFE, en razón que con el conocimiento que tuvo de una información, que se puede calificar como privilegiada, adquirió a través de una promotora comercial de la sociedad comisionista Gesvalores S.A., acciones de la especie InterBolsa el día 4 de agosto de 2006, las cuales fueron posteriormente vendidas el 8 del mismo mes y año, obteniendo una utilidad en dichas operaciones.

En tal sentido, considera AMV que la conducta del investigado reviste gravedad para la integridad y transparencia del mercado, no solo por la utilización indebida de la información que estaba obligado a mantener en reserva sino porque como funcionario de una sociedad comisionista, además, "era su deber velar por el cumplimiento de la normativa aplicable tanto a la sociedad como a las personas vinculadas a ella, tal como lo establecen los Artículos 5.2.2.1, del Reglamento General de la BVC, Numeral 6, del Artículo 5.1.3.1 y literal e) del Artículo 35 del Reglamento de AMV, en detrimento también de los demás participantes del mercado que negociaron acciones en condiciones de desequilibrio respecto del investigado".

Es igualmente importante como en el fallo de Edwar Neira Marín, se expresa por el Tribunal Disciplinario cuales son en su concepto los elementos propios de la información privilegiada para su presencia:

- "a. Que se trate de una información de carácter concreto;
- b. Que no se haya dado a conocer al público, existiendo deber para ello;

⁵¹ Resolución No. 04 del 27 de mayo de 2008 del Autorregulador del Mercado de Valores.

c. Que de haber sido dada a conocer, la habría tenido en cuenta un inversionista medianamente diligente y prudente al negociar los respectivos valores".

"Se considera que la información es de carácter concreto cuando de la misma se suscitan unas circunstancias que se dan o pueden darse razonablemente, o un hecho que se ha producido o que puede esperarse razonablemente que se produzca, es decir que se trata de información suficientemente específica como para permitir llegar a conclusiones sobre el efecto de esa serie de circunstancias o hechos que pueda producir respecto del valor o entidad determinada".

Por último, que de haber sido dada a conocer, habría sido tenido en cuenta por un inversionista prudente y diligente al negociar los respectivos valores, para lo cual se deben apreciar cuatro circunstancias fundamentalmente:

1. El grado razonable de certeza de la información, basada en elementos de juicio suficientes para concluir que los eventos futuros en efecto van a ocurrir;
2. La calificación de relevante que le dé la propia normativa;
3. La fiabilidad de la fuente de la que se obtiene;
4. La relevancia de dichos eventos futuros en el evento de que ocurriese.

Estos razonamientos ya se encuentran decantados en diversos mercados a nivel internacional los cuales fueron acogidos en la Cámara Disciplinaria de la Bolsa de Valores de Colombia en la Resolución 18 de 2005, que expresa: *"En este evento, la información adquiere el carácter de privilegiada, toda vez, que permite al inversionista preparar o realizar una operación sobre la base de informaciones y datos que no son públicos, lo que a su vez impiden que quienes participen en el Mercado de Valores operen bajo condiciones de seguridad, transparencia y confiabilidad".*

"Y es que es la confianza, la transparencia e integridad del mercado las que se ven vulneradas cuando la información denominada como privilegiada es utilizada de manera indebida, en provecho propio o de un tercero, en contra de los intereses del resto de inversionistas, siendo esa la razón por la cual es catalogada como una conducta abusiva, y que en criterio de la Sala tiene mayor trascendencia cuando la misma es conocida en ejercicio de las funciones propias de una persona y es suministrada para su uso".

Resultando significativo, en este par de fallos, las consideraciones y fundamentos de derecho en que se basó el Autorregulador del Mercado de Valores, para imponer sanciones a los funcionarios ya conocidos y en especial para conocer la posición doctrinal y jurisprudencial expresada por el Tribunal Disciplinario al imponer las sanciones de rigor, en donde se establece en forma clara cuándo hay un uso indebido de la información privilegiada y de qué manera se infringen las normas que regulan la libre competencia en los mercados de valores, pero resaltándose las pírricas sanciones de orden pecuniario que se imponen en las mismas providencias y que sirven de sustento para invocar los

cambios legislativos en materia de penas por infracciones al uso de la información privilegiada.

IX. FALLO DE LA FISCALIA GENERAL DE LA NACION Y ALTAS CORTES RESPECTO AL USO INDEBIDO DE INFORMACION PRIVILEGIADA

Los hechos se presentaron en septiembre de 2003 cuando la señora Marie Vivianne Barguil Bechara, asesora del director del DANE en ese entonces Cesar Augusto Caballero Reinoso, filtro a los corredores de bolsa de la firma Asesores en Valores Eric Gomez Fertsch y Ricardo Caballero Azuero el dato exacto del índice de inflación IPC del mes de agosto del aludido año, que se había calculado para ese entonces, pero que aún no había sido publicado por la mentada entidad. De acuerdo con los hechos que dio a conocer la investigación penal, los aludidos corredores de bolsa, procedieron a negociar en la bolsa tanto en sus labores cotidianas como con sus clientes, la información privilegiada del IPC lo cual se tradujo en beneficios económicos para los iniciados.

El DAS en ese entonces y la Fiscalía General de la Nación asumieron el caso y abrieron investigación en contra de la señora Barguil Bechara y de los comisionistas Gómez, y Caballero. El Juzgado 6° Penal de Descongestión de Bogotá tras verificar todo un voluminoso expediente concluyo que la información privilegiada no publica sí fue entregada de manera ilegal a los referidos comisionistas y dio lugar a la primera condena por la utilización indebida de información oficial privilegiada, un delito considerado como poco común.

La investigación estableció que Barguil fue la persona que entrego la información a su amigo Erik Alberto Gómez y este, a su vez, la compartió con su compañero Ricardo Caballero Azuero. Barguil, en calidad de autora y los dos comisionistas mencionados fueron situados como determinadores, lo cual se tradujo en que fueran sentenciados todos ellos a una pena de inhabilitación para el ejercicio de derechos y funciones públicas por un periodo de 5 años y se les multo a cada uno con \$ 32.200.000 pesos.

Según los investigadores, con tal información los corredores se apresuraron a comprar y vender títulos con la esperanza de que sus clientes logran fabulosas utilidades, pues la rentabilidad de los títulos valores dependía y depende del comportamiento de la inflación. De paso se esperaban ganar jugosas comisiones.

Esta decisión fue confirmada por el Tribunal Superior de Bogotá en fallo del 30 de septiembre de 2008 y luego en la casación ante la propia Corte Suprema de Justicia en su sala penal, M.P. Yesid Ramírez Bastidas, instancia que no admitió una demanda de revisión en contra de la primera condena por el uso indebido de

información privilegiada, en noviembre 11 de 2009, quedando así cerrado el debate jurídico en mención.

Es importante para el desarrollo de la presente temática traer a colación apartes del fallo en mención, en donde la Corte Suprema de Justicia, en su sala de casación penal hace una serie de precisiones sobre las características del tipo penal de uso indebido de información privilegiada por servidor público, reproduciendo entonces parte de sus consideraciones frente a los cargos del casacionista así:

La Corte con relación a esta conducta ha dicho que:

“Se trata, entonces, de un tipo penal en blanco o de reenvío, habida cuenta que se tiene que acudir a otros ordenamientos para establecer si la información que tuvo el funcionario público en razón o con ocasión de sus funciones, está sujeta a la prudencia y es privilegiada, dado que, no puede ser de dominio público, sino, hasta, cuando ha cumplido su finalidad.”⁵²

El precedente jurisprudencial en cita se hace necesario precisarlo de acuerdo con las siguientes consideraciones:

(i).- El comportamiento punible descrito en el artículo 420 de la ley 599 de 2000, esto es, el que responde a su nombre específico como “utilización indebida de información oficial privilegiada” no es un tipo penal en blanco y para su adecuación típica no se requiere acudir a otros ordenamientos en los que se establezca cuáles datos tienen ese carácter a que se refiere su nomenclatura singular.

(ii).- Por el contrario, la descripción positiva dado del mismo como reserva de estricta legalidad, se corresponde con la norma rectora de que trata el artículo 10º de la ley 599 de 2000, en el que se regula que “la ley penal definirá de manera inequívoca, expresa y clara las características básicas estructurales del tipo penal”.

(iii).- Lo anterior se advierte cuando el tipo de referencia hace concreción de la información oficial privilegiada y determina que aquella es la que los sujetos activos cualificados (servidor público en su calidad de empleado o directivo o miembro de una junta u órgano de administración de cualquier entidad pública) hagan uso indebido de información que hayan conocido por razón o con ocasión de sus funciones y que no sea objeto de conocimiento público, con el fin de obtener provecho para sí o para un tercero y el destinatario de éste sea una persona natural o jurídica.

⁵² Corte Suprema de Justicia, Sala de Casación Penal, Sentencia del 30 de octubre de 2008, Radicación No 29.351.

(iv).- En esa medida, se observa que el artículo 420 ejusdem no comporta para nada elementos normativos remisoros, ni se hace necesario acudir a otros ordenamientos positivos en los en vía de regreso se constate si la información oficial tiene el carácter específico de “privilegiada o no”, pues como se dijera esa característica no se quedó en el abstracto ni de manera ambigua o indeterminada sino que por el contrario se hizo precisión de la misma de manera inequívoca, expresa y clara en cuanto a sus características básicas estructurales de conducta punible.

(v).- En su diferencia y comparación se puede constatar que el artículo 419 de la ley 599 de 2000 sí es un tipo penal en blanco lo que se verifica en la circunstancia de que el elemento “secreto o reserva” a que alude el nombre específico, se reitera en la descripción del mismo y se determina que:

El servidor público que utilice en provecho propio o ajeno, descubrimiento científico, u otra información o dato llegados a su conocimiento por razón de sus funciones y que deban permanecer en secreto o reserva, incurrirá en prisión de cinco (5) a ocho (8) años y pérdida del empleo o cargo público, siempre que la conducta no constituya otro delito sancionado con pena mayor.

(vi).- Dada la descripción típica que viene de citarse, se comprende sin dificultad que para hacer atribución de la misma ante un evento de adecuación de conducta, sí se requiere del referente de otro ordenamiento positivo en el cual se hubiese establecido de manera clara e inequívoca cuál descubrimiento científico, dato o información tienen la calidad de “secretos o reservados”, elemento normativo de remisión que no puede derivar el juez atendiendo a su conocimiento privado.

(vii).- De acuerdo con el principio de estricta legalidad se constata sin dificultades que la información oficial privilegiada del artículo 420 es aquella que el servidor público haya conocido por razón o con ocasión de sus funciones y que no sea objeto de conocimiento público, y que para ser sujeto activo calificado del comportamiento punible del artículo 420 ejusdem no se requiere de una doble cualificación. (Lo resaltado es nuestro).

Por el contrario, en la descripción específica del mismo se advierte que quienes pueden ser protagonistas principales como autores o coautores y tener dominio del hecho deben ser servidores públicos que tengan la calidad de (i).- empleados, (ii).-directivos o (iii).- miembros de una junta u órgano de administración de cualquier entidad pública, quienes en todo caso incurren en ese desafuero, lo cual

se corresponde con el bien jurídico al que pertenece dicho tipo, es decir, al de los “abusos de autoridad y otras infracciones”, del cual quedan ajenos los particulares.

X. MANEJOS INADECUADOS EN EL CAMPO DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA CAMBIOS A REALIZAR EN LA LEGISLACIÓN VIGENTE

Es importante destacar que Colombia, con una historia que data de más de 80 años, la bolsa de valores de Colombia se presenta hoy como uno de los mercados bursátiles con mayor crecimiento de la región, pero resulta cuestionable que tras los recientes acontecimientos como el caso InterBolsa, en donde la bolsa colombiana ha mostrado al sector financiero del país que no existe una unidad de criterio en referencia a los procedimientos existentes ante la dispersión del control y vigilancia del abuso de información privilegiada con la aplicación de la normatividad actual.

El caso de Colombia es que no guarda relación con los estándares internacionales ya que el panorama internacional y nacional sobre el uso de la información privilegiada, su campo de acción y su regulación, traen por significado que todas las actuaciones y conductas hasta el momento, en su aplicación normativa tanto administrativa como disciplinariamente, resultan precarias o pobres en su aplicación ya que las condenas de tipo económico y administrativo no tienen equivalencia en su labor persuasiva a las infracciones o violaciones ejecutadas.

El Autorregulador del Mercado de Valores no tiene funciones jurisdiccionales si no únicamente obra como agente de control y de sanción administrativa siendo así muy endeble y carente de "dientes", es decir sus penas, su labor de configuración del abuso indebido de información privilegiada se debe, tal como lo hemos expresado anteriormente, a la precariedad de las penas que se imponen, a la existencia de beneficios que inhiben que el sancionado vaya a prisión de manera directa, lo cual se traduce que estos últimos prefieran cancelar las multas y con ellos son exculpadados en el tiempo, lo cual permite inferir una falta de igualdad en los estándares de justicia proporcional.

El infractor sancionado se ríe de la justicia ya que simplemente cancela las multas (precarias y de orden administrativo) y logra evitar la pena de prisión (sanción punitiva). La concordancia normativa permite concluir que el conjunto de leyes existente es una burla al contexto realidad.

De aquí que la capacidad de la Superintendencia Financiera y de Autorregulador del Mercado de Valores para aplicar las normas sobre las cuales tengan competencia, es tremendamente limitada y, la claridad de las normas que describen las conductas que se consideran lesivas del mercado y de aquellas que

regulan los procesos en los cuales se debate la responsabilidad de los agentes del mercado y, la capacidad de las sanciones consagradas de producir en los agentes un efecto disuasivo que desestime el deseo de transgredir las normas del mercado es un tema estructural.

En ese orden de ideas, son claras las falencias del Tribunal Disciplinario en la aplicación de las leyes del mercado, originadas por la ausencia de un desarrollo jurisprudencial y doctrinal del derecho disciplinario privado en materia de mercado de valores o debido a lagunas o vacíos en las normas existentes.

Esto se presenta porque el fenómeno de la Autorregulación en el Mercado de Valores en Colombia no es un concepto nuevo está vigente desde 1929, no obstante esta larga historia, infortunadamente no contamos en Colombia con una dogmática sólida y bien elaborada en temas de Autorregulación del Mercado de Valores, o peor aún en materia de sanciones, es muy precario su desarrollo y dureza.

Tal situación se agudiza aún más si tenemos en cuenta los escasos pronunciamientos de las altas cortes, en los cuales se estudien temas relacionados con esta actividad financiera, significando que a partir de la aparición del Tribunal Disciplinario de Autorregulador del Mercado de Valores, nuestro país ha iniciado la construcción de precedentes jurisprudenciales que proponen sentencias que resultan ser admirables por la elocuencia en cuanto al garantismo, pero que rayan en la complicidad porque sus sanciones suelen ser francamente casi que infantiles, su aspecto sancionador es una mínima multa que está en el campo pecuniario no siendo acorde al daño causado ni al contexto realidad.

En materia penal encontramos que dentro del Código se sanciona con pena de prisión de uno (1) a tres (3) años y multa no superior de cinco (5) a cincuenta (50) SMLM vigentes, cuando los perjuicios declarados están por encima de niveles superiores no al equivalente de un 100% de daño sino al 200% del valor proporcional de daño, resultando vergonzoso, la forma como se adecua y se ubican las bases de las sanciones, manifestándose de plano la inoperancia, a la hora de establecer criterios sancionadores, sugiriendo una dogmática precaria, desprovista del rigor punitivo que ha obligado al tribunal a generar doctrina por analogía de otros conjuntos normativos locales y especialmente del derecho disciplinario administrativo, el cual regula la conducta de los servidores públicos del Estado.

Con base en estas doctrinas se ha intentado llenar vacíos de la normatividad en asuntos como la culpabilidad, tipicidad, antijuridicidad y otras figuras que carecen

aún de desarrollo en el contexto del mercado de valores, lo cual implica que se está articulando en un campo normativo cuya naturaleza es exclusivamente de naturaleza privada, como es el caso de la Autorregulación del Mercado de Valores, con conceptos y teorías aplicables para una disciplina cuyo carácter es eminentemente público, al aplicarse las normas del derecho disciplinario administrativo.

Ahora, como no se han sentado sanciones ejemplarizantes ni existe un acervo de providencias que constituyan un precedente del uso indebido de información privilegiada, encontrándonos ante una diversidad de normas sancionadoras que no presentan un criterio uniforme en cuanto a sus efectos y provienen en resumen de diferentes órganos o entes con distintas ópticas (jueces, bolsa de valores, Autorregulador del Mercado de Valores).

Así podemos manifestar que el papel que juega actualmente la Superintendencia de Sociedades, la Superintendencia Financiera el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV) y la Fiscalía General de la Nación como órganos de supervisión y control, es muy limitado en cuanto a sus resultados, tal como se vislumbró en el caso de InterBolalsa en donde las preguntas que se hacen los inversionistas es como en el caso de la Bolsa de Valores de Colombia y la Superintendencia Financiera no definieron en sus momento las reglas de juego para el manejo de los repos en el caso de Fabricato, trayendo como consecuencia la quiebra de InterBolsa. No se garantizó el buen funcionamiento del Mercado de deuda pública y la estabilidad del sistema de pagos lo cual se tradujo en una desconfianza general hacia el Mercado de Valores, que en el caso del uso indebido de información privilegiada se tradujo en un auténtico atentado contra la libre competencia.

Entendiendo que las normas sobre revelación de información por parte de emisores de valores e intermediarios son de orden público económico y de obligatorio cumplimiento, por tanto no resulta viable establecer contratos o acuerdos que tengan por objeto modificar o sustituir las condiciones de revelación cuidadosamente fijadas por las normas ya descritas anteriormente.

En un contexto realidad, la información privilegiada a diferencia de otras informaciones, lo que la caracteriza es la circunstancia de ser desconocida e inaccesible para el público en general, lo cual implica de plano que no se permita divulgarse al mercado en general suponiéndose que a partir de la base de que siempre existen personas que tienen acceso a la fuente de la información por su relación directa con el ente que la emite (directores, gerentes, auditores.) y que,

por lo tanto, la posesión de la información representa un privilegio para ellos, pero la reserva a guardar es la que marca la diferencia.

En el plano teórico se propende por una protección de los derechos de los inversionistas lo que se configura como una garantía de mercados justos, transparentes e íntegros haciendo parte de los objetivos que se deben considerar dentro del marco para la regulación de los mercados de valores, según los principios considerados por la Organización Internacional de Comisiones de Valores, pero la experiencia actual Colombiana está en contraposición a esos objetivos, por la experiencia de lo desarrollado hasta ahora.

De aquí que el Estado debe propiciar un marco normativo que permita la definición con claridad y fijación de los derechos individuales que protegen y velan por la actuación de los emisores e intermediarios en el mercado frente al uso de la información privilegiada.

Lo identificable en materia de delitos de cuello blanco, las multas que se imponen para el caso del uso indebido de información privilegiada debe adecuarse a la cuantía del valor que tenga lo informado, multiplicándolo por la del incentivo pretendido por el sujeto activo.

En Colombia existe una clara inoperancia a la hora de tomar correctivos certeros tal como lo demuestra el papel de la Cámara Disciplinaria de la Bolsa de Valores, en su momento, siendo vergonzoso en cuanto a sus resultados, por no decir que sus decisiones rayaron en la complicidad propiciando una precaria situación, lo cual se hizo y se hace evidente al imponerse sanciones de tipo administrativo a corredores de bolsa o a intermediarios que no llegaron a superar los tres años en su sanción como sujeto responsable de la infracción ya administrativa o punitiva. Igualmente, el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV) como nuevo ente disciplinario ha impuesto sanciones que no superan los mentados tres (3) años y multas en dinero no superiores a cincuenta (50) SMLM vigentes.

La doctrina es muy clara, en referencia a los daños patrimoniales a los inversionistas según lo expresa en su libro la tratadista Ana María Prieto del Pino. “El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores”. Editorial Aranzadi. 2004. Páginas 31 y 32.

“Algunos sectores de la doctrinas (sic) Estadounidense y, europea aseveran que, además de provocar otros efectos lesivos para intereses valiosos, una operación de iniciados, daña los intereses patrimoniales de quien actúa en ella como contraparte contractual. Cuando un inversor vende sus valores a quien cuenta con

*información privilegiada al precio que el mercado determina en ese momento, lo hace ignorando la existencia de circunstancias de cuya concurrencia se va a derivar un incremento en dicho precio. Si quien enajenó sus títulos hubiera tenido acceso a esa información -se argumenta- habría tomado conciencia de que aquél no era el momento más idóneo para venderlos o bien habría cerrado la operación a un precio mayor, de manera que el iniciado no habría podido beneficiarse a sus expensas percibiendo, al hacerse pública la noticia, la plusvalía correspondiente. (...) El daño patrimonial radica en que el precio respectivamente recibido o abonado en cada caso por la contraparte de quien opera gozando de información privilegiada, no se ajusta al valor real del título”.*⁵³

Es así que la información privilegiada para el tratadista chileno Arturo Prado Puga debe referirse: *“a emisores de valores o a sus negocios, Se exige, además, que esta información esté referida concretamente “a uno o varios emisores de valores, a sus negocios o a uno o varios valores por ella emitidos. Se trata de emisores de títulos o valores de oferta pública (acciones u obligaciones) o información de índole diversa acerca de sus negocios, que representan bienes en el mercado de capitales, provenientes del interior de la sociedad emisora”.*⁵⁴

Ahora el tema de la proporcionalidad y del abuso del mercado es un tema real y complejo, ya que el abuso de mercado ha sido y es una de las principales preocupaciones de los organismos reguladores financieros en aras a garantizar los derechos de todos los inversores.

Los recientes casos de uso de información privilegiada a nivel internacional están provocando que los gobiernos elaboren nuevas regulaciones para estrechar el cerco a las prácticas abusivas.

En concreto, en nuestro país la nueva Ley Financiera regula numerosas actuaciones abusivas que no estaban demasiado delimitadas en la Ley del Mercado de Valores, incorporando los casos en los que las empresas deben informar a la bolsa de valores y Superintendencia de Sociedades y Financiera sobre la información sensible que pueda afectar a la cotización, tan gravemente que afectan la credibilidad y confianza en los mercados bursátiles, el caso típico el de interBolsa.

⁵³ Ana María Prieto del Pino. “En su investigación el Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores”. Editorial Aranzadi. 2004. Pp.inas 31 y 32.

⁵⁴ Arturo Prado Puga, Universidad de Chile, Revista chilena de Derecho Vol, 30 N2 – 1 “Concepto información privilegiada en el mercado de valores de Chile alcance y límites”. Pp.. 243.

Pero el problema complejo realmente radica en el evento de que los miembros del Autorregulador representados en sus instancias directivas y decisorias (Tribunal disciplinario, salas de decisión y de revisión), sean elegidos por los mismos intermediarios por conducto de los gremios más relevantes, como Asobancaria, Asofiduciarias, Asofondos, Asobursátil, Fasecolda, lo cual conduciría a una lectura según la cual los mismos potenciales infractores inciden decisivamente en su propia vigilancia y a la vez ejercen, una posición dominante en los diferentes mercados y frente a sus clientes, por cuyos intereses debe velar por antonomasia el Estado, no sus mismas contrapartes contractuales como en la práctica se derivaría de una eventual asunción de funciones preponderantes en cabeza del AMV frente al Estado.

Esta situación rompe el equilibrio y la neutralidad a la hora de establecer soluciones ya que la parcialidad se hace evidente, en una falta de neutralidad porque los miembros del Autorregulador representados en sus instancias directivas y decisorias, representados en sus instancias directivas y decisorias (Tribunal disciplinario, salas de decisión y de revisión), se constituyen en juez y parte al mismo tiempo no siendo proporcionales ni justos en sus decisiones.

De hecho el parágrafo del Artículo 32 de la Ley 964 de 2005, en concordancia con el Artículo 23 del Decreto 1565 de 2006, señalan que los procedimientos disciplinarios adelantados por los organismos Autorreguladores se regirán únicamente por los principios de proporcionalidad, revelación dirigida, contradicción, efecto disuasorio, oportunidad, economía y celeridad, pero es precario su contenido porque la proporcionalidad del daño no se encuentra contemplada.

De allí se desprende, que dentro de la estructura establecida por el legislador para darle sustento a la función disciplinaria de los organismos Autorreguladores, no tienen coherencia con lo que significa la dimensión del daño o peligro a los intereses jurídicos tutelados por las normas del mercado de valores, ya que las soluciones son el presupuesto para la determinación de la responsabilidad disciplinaria. No obstante, diferente es que tal presupuesto constituya un criterio para la graduación de las sanciones es nulo. En efecto, el Artículo 85 del Reglamento de AMV señala, entre otras consideraciones, que para determinar las sanciones aplicables, el Tribunal Disciplinario deberá apreciar los perjuicios causados con la infracción, pero no está en ninguna parte resarcirlos de aquí hay un culto a la liturgia, de aquí que el infractor en el uso indebido de información privilegiada, igualmente no vincula dentro de los infractores a muchos sujetos que

tienen relación con el ilícito en forma directa o indirecta de acuerdo a su función o papel en la entidad que aparece con actuación en el campo bursátil, esto es como un cheque en blanco.

Ahora, la Corte Constitucional acerca del principio de proporcionalidad considera que al momento de la imposición de la sanción:

- *“(...) debe examinarse la gravedad del injusto y, en tal sentido, la proporcionalidad entre el daño real o potencial generado por la conducta típica y la intensidad del daño real o potencial generado por la conducta típica y la intensidad de la sanción a imponer por la comisión de dicha conducta”.*⁵⁵
- La Resolución No. 4 de 27 de mayo de 2008, expedida por la Sala de Revisión, en la que a su juicio la mencionada Sala se ocupó de:
- *“(...) examinar la proporcionalidad de una sanción impuesta por la Sala de Decisión “2” (...)”, pronunciándose “(...) sobre la necesidad de examinar la antijuridicidad de la conducta al momento de imponer la sanción, (...)” así:*
- *“Son cuatro los principios que deben tenerse en cuenta al momento de valorar la aplicación de una sanción por parte del Tribunal Disciplinario de AMV, a saber: i) la proporcionalidad, ii) el efecto disuasorio, iii) contradicción y iv) revelación dirigida, aunque los dos últimos no se relacionan con la determinación de la sanción”.*
- *“Igualmente, señala el Artículo 85 del Reglamento de AMV, algunos criterios de graduación que deben considerarse para determinar las sanciones aplicables a los investigados, dentro de los cuales se resaltan la gravedad de los hechos y de la infracción y en ese contexto la forma como se afecta los bienes jurídicos tutelados, en este caso la confianza, transparencia e integridad del mercado”.*
- *“En esa perspectiva, en criterio de esta Sala debe valorarse el impacto de la conducta de la aquí investigada de cara al mercado en su conjunto, al mercado accionario y sus inversionistas y, de manera particular, a la especie utilizada”.*⁵⁶

De otro lado, el Artículo 80 del Reglamento de AMV, señala que los principios de i) proporcionalidad, ii) efecto disuasorio, iii) contradicción y iv) revelación dirigida deben observarse por el Tribunal Disciplinario para la imposición de las sanciones, mientras que el Artículo 85, de igual disposición, señala que para determinar las

⁵⁵ Sentencia C – 70 de 1996.

⁵⁶ Resolución No. 4 de 27 de mayo de 2008, expedida por la Sala de Revisión del AMV.

sanciones aplicables, el Tribunal Disciplinario apreciará la gravedad de los hechos y de la infracción, los perjuicios causados con la misma, los antecedentes del investigado. Pero nuevamente es una expresión gramatical ya que hasta la presente el momento de la proporcionalidad no ha sido verificada en un contexto realidad.

El Artículo 23 del Decreto 1565 de 2006, señala: “Los organismos de autorregulación que desarrollen la función disciplinaria deberán observar en los procedimientos disciplinarios que adelanten los principios de proporcionalidad, revelación dirigida, contradicción, efecto disuasorio, oportunidad, economía y celeridad, respetando en todo momento el debido proceso y el derecho de defensa del investigado”.⁵⁷

De aquí que el regulador mediante las disposiciones sobre información privilegiada, debe de constituirse en un garante de protección integral inversionista, pero no una protección limitada según el valor de que se trate, pues lo que se encuentra en juego con el uso de información privilegiada es la confianza del público inversionista, de aquí la importancia de la transparencia, la equidad y la integridad del mercado, en la medida en que la comisión de tal conducta supone utilizar una información que no se encontraba disponible para todo el público inversionista.

El tratadista Torrado Angarita, J., en su comentario a la Ley 964 de 2005, destaca: *“La sanción máxima que se puede imponer a una persona natural por utilizar información privilegiada para el año 2007 asciende a \$144.8 millones. Si la sanción no se impone a título personal sino a título institucional lo cual resulta bastante difícil en materia de información privilegiada dado que normalmente esta clase de información la manejan personas físicas más que instituciones como tal la multa máxima asciende para el año 2007 a una cifra hasta de \$724.2 millones”*.⁵⁸

En el mismo sentido se manifiesta la doctora María Ángeles Montes Álvaro, Fiscal Jefe de la Fiscalía del Tribunal Superior de Justicia del país Vasco en “El Delito de Información Privilegiada y su Distinción de Otras Figuras Afines”. Centro de Estudios Jurídicos, 2004, plantea que:

⁵⁷ Los principios de proporcionalidad, revelación dirigida, contradicción y efecto disuasorio tendrán el significado señalado en el Artículo 51 de la Ley 964 de 2005.

⁵⁸ Torrado Angarita, J. “El uso indebido de información privilegiada en el mercado de valores colombiano a luz de la experiencia Estadounidense”, Revista de Derecho Privado, pp. 18.

“Para un sector de la doctrina, la lesión de la confianza es un efecto con negativas repercusiones económicas ligado a la lesión de la igualdad de oportunidades de todos los inversores en el mercado de valores. La constatación por parte de los ahorradores de que algunos individuos gozan de ventajas informativas que les permiten obtener beneficios seguros y superiores a la media -o trasladar a otros sus pérdidas- genera en ellos el rechazo hacia el mercado de valores, con el consiguiente perjuicio para dicho mercado y para el sistema económico en su conjunto”.

Por ello, debe decirse con claridad que la utilización de información privilegiada conlleva el aprovechamiento de una ventaja por parte de un participante del mercado sobre los demás participantes, en especial, sobre los inversionistas, con lo cual se afecta la confianza del público, generando un papel de tipo especulativo que afecta el mercado.

Como resultado de la creciente globalización de los mercados y del incremento de la comercialización de acciones de grandes sociedades, que cotizan internacionalmente sus valores en forma paralela, se ha elaborado una legislación bursátil que busca armonizar las diferencias entre distintos países, dictándose normas sobre conductas prohibidas, que distorsionan la libre formación de los precios, así como respecto de limitaciones y prohibiciones al uso de información privilegiada.

Es trascendental comprender el papel del Autorregulador del Mercado de Valores en su carácter de persona jurídica privada y gremial pues se constituye en un instrumento eficiente para coadyuvar junto con el Estado en la supervisión de las conductas indebidas en el mercado.

Ochoa Maldonado, O., en su libro “Autorregulador del Mercado de Valores instrumento para la profundización e integridad del mercado de activos financieros”, revista Verbs Iuris, 2011, pp. 80, propone que:

“El capitalismo como modelo económico sustentado en la obtención máxima de ganancias y su apropiación por los agentes privados, ha generado históricamente la necesidad de corregir las fallas de mercado que subyacen al modelo, para lo cual se apela al accionar del Estado el cual, desde los postulados keinesianos, con su incidencia en la demanda o en la oferta permite corregir las fallas que por sí mismo el sistema de transacción no puede subsanar. Siguiendo ese derrotero, el postulado de la economía clásica según el cual los mercados que tienen información perfecta y ausencia de intervención estatal son capaces de

*autocontrolarse, se encuentra seriamente cuestionado en épocas como las actuales, caracterizadas por una crisis de escala global”.*⁵⁹

Para el respetado profesor chileno, Prado Puga, A.: “El concepto de “información privilegiada” nace como una consecuencia de la necesidad de mantener los principios que ordenan el buen funcionamiento, integridad y equilibrio de los mercados, como son la transparencia, igualdad y confidencialidad encaminados a tutelar eficientemente al inversionista y a la rentabilidad y liquidez de su inversión”.⁶⁰

De igual forma, Torrado Angarita, J., en relación con el funcionamiento adecuado de los mercados de valores y la eficiencia de los mismos, señala como presupuestos necesarios para que cumplan con dichas características, el que:

*“i) los precios se forman con objetividad y justicia; ii) todos los inversionistas tienen igualdad de acceso al mercado y a la información disponible; iii) las sociedades emisoras tienen una amplia obligación de suministrar toda información que sea relevante para el mercado; iv) está prohibida -y es reprimida- la obtención de utilidades en el mercado con base en información privilegiada, esto es que no sea de conocimiento del público; y v) dicha conducta es sancionable tanto desde el ámbito del derecho administrativo como del derecho penal”.*⁶¹

Existe actualmente en la academia una discusión respecto a la doble regulación penal y administrativa del *insider trading*, frente al derecho fundamental “non bis in dem”, en donde existe duplicidad sancionatoria y se condena a un sujeto repetidamente por un mismo hecho. En el campo colombiano coexisten las dos modalidades de sanción para el sujeto activo que se ha declarado responsable de prácticas atentatorias contra el uso de información privilegiada, la administrativa que se traduce en multas que imponen la Superintendencia de Sociedades, la Superintendencia Financiera y el Autorregulador del Mercado de Valores y la penal que emite la fiscalía general de la nación cuando fruto de su investigación demuestra y comprueba la responsabilidad de un indiciado por actos atentatorios contra el uso de información privilegiada en el mercado.

⁵⁹ Ochoa Maldonado, O., (2011), “El auto regulador del mercado de valores instrumento para la profundización e integridad del mercado de activos financieros”, Revista Verbs Iuris, pp. 80.

⁶⁰ Prado Puga, A. Universidad de Chile, Revista chilena de Derecho, Vol 30 N2 – 1 Concepto información privilegiada en el mercado de valores chile alcance y límites, pp. 30.

⁶¹ Torrado Angarita, J. (2008), “El uso indebido de información privilegiada en el mercado de valores colombiano a la luz de la experiencia Estadounidense”, Autor En Revista de Derecho Privado No. 39. Régimen Jurídico del Mercado de Valores Colombiano, Facultad de Derecho, Universidad de los Andes y Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, pp. 229.

Lo irreal en tal coexistencia, es que las sanciones administrativas son en muchos casos pobres, pírricas frente al monto de la operación cuya filtración anticipada lesione el patrimonio de colectivo de los inversionistas que aspiraban llevar a cabo tal operación de títulos valores en un futuro, es decir el beneficio perjuicio es inferior al logro de lo informado, mientras que la sanción penal es de mayor gravedad, y afecta la libertad del indiciado por actos o conductas que atentan contra el uso de la información privilegiada, unido a las interdicciones que se predicen en forma consecuencial para el no ejercicio de actividades mercantiles en el sujeto declarado responsable del ilícito.

Dentro de las reformas propuestas se plantea el aumento de las sanciones administrativas en donde la pena que se imponga sea totalmente proporcional a la gravedad del ilícito cometido, y la pena cumpla con el objetivo de ser disuasiva para los presuntos autores del ilícito en mención.

Los autores como Juan Jorge Almonacid Sierra y Nelson Gerardo García Lozada, en el libro “Derecho de la Competencia” sobre el aludido tema a través de un variado ensayo sobre el derecho de la competencia, plantean la tesis de modificar el monto de las sanciones económicas por actos atentatorios contra el uso de la información privilegiada e inclusive significan como se debe buscar cambios en la técnica legislativa que impongan penas accesorias disciplinarias como la exclusión de la profesión o del cargo directivo, gerencial, intermediario, etc.⁶²

⁶² Almonacid Sierra J., y García Lozada, N., (1998), Estudio verificado en el campo de la información privilegiada. Derecho de la Competencia ed. Legis, Bogotá DC, pp. 356-370.

XI. CONCLUSIONES

- A través de este estudio se plantea, en primer lugar, un panorama internacional y nacional sobre el uso de la información privilegiada, su campo de acción y su regulación, destacándose pormenorizadamente los principales actores tanto del lado activo como del lado pasivo en la realización de conductas o comportamientos vinculados al uso indebido de información privilegiada en el mercado de valores. De igual manera se destacan, en el campo disciplinario y administrativo, las diferentes acciones o penas que se imponen ante tal accionar, concluyéndose cómo las condenas de tipo económico y administrativo no tienen equivalencia en su labor persuasiva a las infracciones o violaciones ejecutadas.
- A modo de conclusión, se entiende que la mejor manera de evitar el uso indebido de información privilegiada, por parte de las personas que participan en el mercado de valores, consiste en que los emisores de valores den estricto cumplimiento a la obligación que tienen de revelar oportunamente la información relevante o material que se produce a su interior.
- De esta manera, sería prácticamente imposible utilizar información privilegiada si una compañía está acatando debidamente su obligación de informar al mercado los hechos relevantes que se producen a su interior.
- Este estudio también resalta el papel que juega actualmente la Superintendencia de Sociedades, el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV), el Ministerio de Hacienda y Crédito Público y la Fiscalía General de la Nación como órganos de supervisión y control sobre los diferentes entes sociales y personas naturales que directa e indirectamente actúan en el mercado de valores en la labor de intermediación o asesoría y de corretaje, que pese a su diligente y comprometida actuación investigativa, sus sanciones frente a los indiciados resultan pírricas, no equivalentes a los daños infringidos a los competidores en el mercado de valores.
- Otro aspecto lo constituye la promoción de la competencia, la cual debe ser una prerrogativa que se reserve el Estado para evitar la colusión gremial frente a prácticas anticompetitivas que termina perjudicando al inversionista.

- Hay una abundancia de normas que en su aplicación práctica no la tienen, trayendo como conclusión una preocupante desprotección para quienes invierten en el Mercado de Valores, desestimulando consecuentemente el desarrollo del mismo.
- Del recuento normativo, de la naturaleza jurídica y de las funciones que cumplen cada una de las entidades que tienen relación con el uso y manejo de la información privilegiada a nivel general y a nivel bursátil, nos encontramos que hay una diversidad de normas sancionadoras sin que se presenten en forma unificada en cuanto a sus efectos.
- En el campo judicial nos encontramos que existe una escasa jurisprudencia respecto al uso indebido de información privilegiada uniéndose a una pobre doctrina nacional al respecto, en donde es preciso destacar que existen ya conflictos en la interpretación de las normas aplicables al tema de este trabajo de investigación que trae como consecuencia una inseguridad jurídica bastante notoria, dado que en el campo de la Superintendencia de Sociedades su interpretación es netamente en el campo societario, frente a las interpretaciones que se hacen en estados judiciales penales cuando el tipo penal del uso indebido de información privilegiada lo verifica un funcionario público o un particular que tiene otro manto jurídico frente a la conducta de un socio o sociedad.
- Por otra parte, el Estado debe propiciar el marco normativo preciso y general que permita la definición con claridad y asignación de los derechos individuales y de esa forma brindar el espacio suficiente para en ausencia de costes de transacción, propiciar la creación de consensos entre agentes fruto de la negociación que permita, frente a conflictos particulares, alcanzar un resultado eficiente para las partes.
- Se presentan, entonces, una serie de sanciones, todas casi de índole administrativa, en donde los infractores ante la precariedad de las penas, la existencia de beneficios que inhiben que el sancionado vaya a prisión de manera directa, prefieren cancelar las multas y con ello son exculpados en el tiempo. Protección al derecho fundamental del “non bis in dem”, que tiene como esencia que no se puede sancionar repetidamente a un sujeto por un mismo hecho.

- El Autorregulador del Mercado de Valores no tiene funciones jurisdiccionales sino únicamente obra como agente de control y de sanción administrativa siendo así muy endeble y carente de "dientes" sus penas.
- En la mayoría de casos el infractor sancionado cancela las multas (precarias y de orden administrativo) y logra evitar la pena de prisión (sanción punitiva). La concordancia normativa nos permite concluir que el conjunto de leyes existente es muy precario y no acorde en su sanción a la utilidad obtenida por el infractor en el uso indebido de información privilegiada. De otro lado, no vincula dentro de los infractores a muchos sujetos que tienen relación con el ilícito en forma directa o indirecta de acuerdo a su función o papel en la entidad que aparece con actuación en el campo bursátil.
- Resulta destacable cómo la Cámara Disciplinaria de la Bolsa de Valores ha impuesto sanciones de tipo administrativo a corredores de bolsa o a intermediarios que no superan los tres (3) años de no ejercicio por la persona afectada en el mercado bursátil, igualmente, el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV) ha impuesto sanciones que no superan los tres (3) años y multas en dinero no superiores a cincuenta (50) SMLM vigentes. En materia penal encontramos que dentro del Código se sanciona con pena de prisión de uno (1) a tres (3) años y multa no superior de cinco (5) a cincuenta (50) SMLM vigentes. Siendo recomendable modificar tal tipo de sanción elevando la prisión de cinco (5) a seis (6) años y colocando multas dinerarias en monto que supere por tres (3) el tope del ilícito cometido.
- Así mismo, resulta concluyente significar cómo la independencia en los procesos disciplinarios a funcionarios y directivos de empresas corredoras de bolsa, pueden resultar parcializados, en especial, por la influencia que pueden llegar a tener los miembros o integrantes del Autorregulador del Mercado de Valores sobre las actuaciones investigadas que desarrollen los emisarios y los intermediarios de valores, dado que los mismos según se conoce en la información que suministra el Autorregulador en la conformación del Consejo Directivo, su integración está conformada por los mismo dueños o titulares de las compañías de bolsa, e inclusive por sociedades o bufetes de abogados que actúan como asesores de los mismos y lo más significativo, que los aportes para el funcionamiento económico de dicho organismo son recibidos de los corredores de bolsa, lo que redundará, en que no hay independencia absoluta dentro de la política

de la autorregulación del mercado, siendo fundamental verificar una modificación en los Estatutos del AMV.

- Se debe establecer un solo concepto de información privilegiada conforme a los principios de la OECD, que busca unificar tal criterio a nivel internacional, dada la multiplicidad de conceptos existentes en la Superintendencia de Sociedades, en la ley 45 de 1990, en el decreto 2555 de 2010 y en el Código Penal colombiano.
- Con el presente estudio se busca destacar las falencias normativas existentes en materia de uso indebido de la información privilegiada como atentatoria de la libre competencia y promover tanto en la academia como los campos bursátil y judicial, un debate nacional sobre la necesidad de ajustar la actual legislación penal y administrativa existente en el campo sancionador para los infractores de esta conducta y su canalización a través de un solo ente, ya sean los jueces de la república dentro del campo de la justicia ordinaria o el Autorregulador del mercado de valores.
- Situar a través de este estudio como una bandera dentro del mercado bursátil, el establecimiento de obligaciones claras y precisas para las sociedades emisoras de valores, en el sentido de suministrar información relevante al mercado y velar por la transparencia del mismo, evitándonos caer en casos similares al de InterBolsa.

XII. REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

Almonacid Sierra, Juan Jorge & García Lozada, Nelson Gerardo, (1998). Derecho de la Competencia. Bogotá: Legis.

Alvarez Londoño, Luis F., & otro, (2001). Derecho Internacional Privado. Pontificia Universidad Javeriana, Bogotá.

Ángel L´ Hoeste, Fernando, (2013). Introducción al derecho comercial. Apuntes de Clase, documento no. 85. Bogotá: publicaciones Universidad de la Salle.

Andrade Otaiza, José Vicente, (2013). Títulos valores, régimen general y especial. Segunda edición, (pp. 377-379). Bogotá: Ibañez.

Arroyo Zapatero, Luis, (1994). El abuso de información privilegiada en el derecho español. Universidad de Castilla, (pp. 61-74). La Mancha: Colección edición de la Universidad de Castilla.

Arrubla Paucar, Jaime A., (2014). Contratos mercantiles, Bogotá: Legis.

Ascarelli, Tullio, (1964). Iniciación al Estudio del Derecho Mercantil. Barcelona: Bosch casa editorial.

Bajo Fernandez, Miguel, (1999). Uso de información privilegiada en el nuevo código penal, presupuestos y fundamentos, (pp. 121-143). Madrid.

Barqui, Elisabeth, (2013). Insider Trading: Abuso de información privilegiada en el mercado de capitales, (pp. 2, 3, 7). Mar del Plata, Argentina.

Bercovitz, Alberto, (1991). Competencia desleal en 20 años del Código de Comercio. Universidad de los Andes, Cámara de Comercio, Bogotá.

Becerra Leon, Henry Alberto, (2006). Derecho Comercial de los títulos-valores Doctrina y Ley. Bogotá.

Berdugo, José M., & Builes, Sebastián, (2013). Derecho Mercantil. Universidad de Medellín. Medellín: Sello.

Broseta Pont, Manuel, (1987). Manual de Derecho Mercantil. Séptima edición, Madrid: Tecnos.

Calderon Susín, Eduardo, (1996). El abuso de información privilegiada en el mercado de valores, delitos socio-económicos en el nuevo Código Penal. Pp. 210-260. Madrid.

Canales, Patricia, (2003). Información privilegiada en la ley del mercado de valores. Revista biblioteca del Congreso Nacional de Chile, (pp. 3). Chile.

Castro de Cifuentes, Marcela, (1960). Derecho Comercial. Universidad de los Andes, Derecho, Edición Uniandes. Bogotá: Temis.

Castro Moreno, Abraham & Otero González, Mara del Pilar, (2007). El abuso de información privilegiada en la función pública. Pp. 50-70. Valencia, España.

Colegio de Abogados de Medellín. (2003). En donde se le rindió homenaje Enrique Gaviria Gutiérrez (q.e.p.d.) por parte del colegio de abogados de Medellín y con el auspicio de la Cámara de Comercio de Medellín.

Correal García, Juliana, (2003). La autorregulación Bursátil en el mercado de valores Colombiano. Tesis de Grado, Pontificia Universidad Javeriana, Facultad de Ciencia Jurídicas, Bogotá D.C.

De Sola Cañizares, Felipe, (1962). Tratado de Derecho Comercial Comparado. Tomo II, Montaner y Simón. Barcelona.

Eco, Humberto, (1999). Curso general y aplicado. 14ª edición, Cali, Fundación FAID 1998, Cómo se hace una tesis, Técnicas y Procedimientos de Investigación estudio y escritura. Barcelona: Gedis.

Ferradis Ciprián, Daniel & Martínez Garay, Lucía, (2003). Tratamiento penal del abuso de información privilegiada en el mercado financiero. Pp. 99-174.

García Meca, Emma & Martínez Conesa, Isabel, (2005). El Tráfico de Información Privilegiada. Universidad de Murcia, Dirección General de Presupuestos, Fondos Europeos y Finanzas, Consejería de Hacienda, (pp. 56-67). España.

García Palominos, Gonzalo, (2013). Abuso de información privilegiada. Universidad Alberto Hurtado, Revista Política Criminal, volumen 8. Chile.

Garrigues, Joaquim. (1987). Curso de Derecho Mercantil. Tomo IV, reimpreso, séptima edición, editorial Temis.

Gaviria Gutierrez, Enrique & otros, (2003). Derecho de la Competencia. Biblioteca Juridica Diké. Medellín.

Giraldo Moreno, Carlos Mario, (1992). La información privilegiada de la empresa, su tratamiento en Colombia y en el Derecho Comercial Comparado. Conferencia dictada en congreso de derecho comercial, Biblioteca Jurídica Dike, 1ª edición. Medellín.

- (1993), Responsabilidad legal de los administradores y directores de empresa, conferencia dictada en congreso de derecho comercial, Biblioteca Jurídica Dike, 1ª edición. Medellín.

Gómez Iniesta, Diego, (1997). La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores. Pp. 287-370. Ed. Mc Graw Hill.

Gómez Leyva, Delio, (1998). De las restricciones del abuso y de la deslealtad en la competencia económica. Bogotá: Editorial Cámara de Comercio.

Gómez Sierra, Francisco, (2002). Constitución política colombiana. Editorial Leyer Comentada.

Jimenez de Asua, Luis, (1963). Tratado de derecho penal. Tomo III, principio non bis in dem, 4ª edición. Buenos Aires: Dykinson.

Laso, José Joaquín, (1997). Del uso de información privilegiada. Memoria de prueba, artículo, Universidad Fines. Santiago de Chile.

Leal Perez, Hildelbrando, (2003). Títulos valores parte general, especial, procedimental. VIII edición. Bogotá: Leyer.

Le Pera, Sergio, (1979). Cuestiones de derecho comercial moderno. Buenos Aires: Editorial Astrea.

Lopez Pascual, Joaquín, (1992). El uso y tráfico de información privilegiada en la legislación española: "el insider trading". Pp. 199-204.

Lopez Blanco, Hernán Fabio, (2001). Instituciones de derecho procesal civil colombiano. Tomo II y III. Bogotá: Dupre Editores.

Llobet I Guado, Joseph, (1996). El deber de información en la formación de los contratos. Madrid: Marcial Pons.

Martinez Neira, Néstor Humberto, (2014). Cátedra de Derecho Contractual Societario. Segunda edición, (pp. 641-643, 649-652). Bogotá: Legis.

Mejia Palacios, Alberto (2003). Introducción a los mercados financieros. Pp. 17-18. Publicación Supervalores.

Monroy Anton, Antonio, (2006). El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores. Dykinson.

- (2005). Estudio comparado de las diferentes legislaciones sobre el delito de abuso de información privilegiada. La

directiva comunitaria 2003/6/CE. Derecho y empresa. Revista de estudios jurídicos y de empresa, no. 2 (pp. 4-17).

Moreda de Lecea, Carlos, (1996). Insider Trading. Una perspectiva ética. En BEE, Vol. LI, no. 158 (pp. 367-392).

Narváez, José Ignacio, (2002). Derecho mercantil colombiano. Bogotá: Legis.

Narváez, José Ignacio. (2008), Derecho de la empresa. Bogotá: Legis.

Ochoa Maldonado, Omar Alfonso, (2011). El autorregulador del mercado de valores: instrumento para la profundización e integridad del mercado de activos financieros. Revista Verbs Iuris (pp. 81-83).

Otero González, María del Pilar, (Septiembre 2011- Febrero 2012). Abuso de información privilegiada. Revista en Cultura de la Legalidad no.1. Universidad Carlos III. Madrid.

Pastor, Viciano, (1995). Libre competencia e intervención pública en la economía. Valencia, España: Ed. Tirant Lo Blanch.

Prado Puga, Arturo, (1997). Acerca del concepto de información privilegiada en el Derecho Chileno. Pp. 245. Santiago de Chile: Finish Terrae.

- (2003), Reglas para prevenir y combatir el uso de Información privilegiada y la manipulación del mercado. Universidad de Chile, Revista Chilena de Derecho, Vol. 30, N° 2 (pp. 5-7).

Prieto del Pino, Ana María, (2006). Uso de información privilegiada en el mercado de valores. boletín de información del Ministerio de Justicia, año 60, no. extra 2015, (pp. 168-180). España.

Ravassa Moreno, Gerardo José, (2006). Título valores nacionales e internacionales. Bogotá, D.C.: Ediciones Doctrina y Ley.

Rodríguez Azuero, Sergio, Rincón Cárdenas, Erick & Calderón Villegas, Juan Jacobo, (2006). Temas de derecho financiero contemporáneo. Universidad del Rosario, (pp. 508-509). Bogotá.

Rengifo, Ramiro, (2001). Títulos valores. Décima edición. Medellín: Señal.

Remolina Angarita, Nelson & Peña Nossa, Lisandro, (2011). De los títulos valores y de los valores en el contexto digital. Uniandes, Derecho (pp. 294, 295, 296, 297, 298, 299, 300, 301.). Bogotá: Temis.

Ripert, Georges, (1954). Tratado elemental de derecho comercial. Tomos I y IV, traducción de Felipe de Solá Cañizares. Buenos Aires, Argentina: Tipográfica.

- (1946), La regla moral en las obligaciones civiles. Ed. La Gran Colombia. Bogotá. Pp. 223.

Schaumann, Niels B., (2002). Gilbert Law Summaries: Securities Regulation. Pp. 206. Chicago: The Barbri Group.

Suescún Melo, Jorge, (2003). Derecho Privado. Estudios de Derecho Civil y Comercial Contemporáneo, segunda edición. Bogotá: Legis.

Tamayo Lombana, Alberto, (1998). Manual de Obligaciones. Responsabilidad Civil (pp. 11-12). Bogotá: Temis.

Tamayo & Tamayo, Mario, (1999). Instituto Colombiano para el Fomento de la Educación Superior ICFES. Aprender a investigar: La investigación, 3ª edición, Modulo II. Bogotá.

Torrado Angarita, Jorge, (2008). El uso indebido de información privilegiada en el mercado de valores colombiano a la luz de la experiencia estadounidense. Revista de Derecho Privado, Uniandes. Bogotá.

- (2005), La nueva estructura legal del mercado de valores constituye realmente un avance. Ensayo en la especialización de derecho comercial, Uniandes. Bogotá.

Torregorosa Jiménez, Norhys Esther & Guevara Valencia, Sidney, (2014). Manual para la producción de artículos científicos. Universidad Libre (pp. 11-39). Cali.

Vanegas Morales, Stella Sofía, (1992). El mercado de valores y la información privilegiada. Universidad Javeriana. Bogotá.

Vanegas Torres, G., (2011). Guía para la elaboración de proyectos de investigación. Universidad Libre, Facultad de Derecho, otros. 3ª Edición, Reimpresión.

Velázquez Restrepo, Carlos Alberto, (1996). Instituciones de derecho comercial. Biblioteca Jurídica Diké. Medellín.

Velázquez Rodríguez, Oscar Darío, (2002). Nuevo manual de derecho comercial: para abogados, contadores, administradores y carreras afines. Librería Jurídica Sánchez R. Medellín.

Velilla, Marco, (1996). Aproximación conceptual al derecho económico y de los negocios. En: Constitución económica colombiana, primera edición. Bogotá: El Navegante editores.

Vivante, Cesare, (1932). Tratado de derecho mercantil. Tomos I y II, quinta edición. Bolonia.

Zurita & Saenz de Navarrette, Jaime, (1980). La oferta pública de adquisiciones, (pp. 435 & ss).

- (1991), El régimen español sobre “insider trading” y la propuesta de la directiva comunitaria en: Derecho mercantil de la comunidad económica europea (pp. 1252-1270). Madrid.

Zabala Rodríguez, Carlos Juan, (1971). Derecho de la empresa, Edición Depalma. Buenos Aires.

FUENTES DOCTRINARIAS

Diccionario de la Lengua Española, (1982) Real Academia Española, 19a edición, Madrid.

SUPERINTENDENCIA DE VALORES. (1997). “El mercado público de valores: Su Gran Oportunidad”. Colombia. Minhacienda. Tercera Edición.

LEGISLACIÓN COLOMBIANA

- Código Civil Colombiano
- Código de Comercio
- Código Penal
- Código de Procedimiento Civil
- Código General del Proceso
- Constitución Política de Colombia [Const]. Julio 7 de 1991 (Colombia).
- Ley 32 de 1979.
- Decreto 1172 de 1980.
- Ley 27 de 1990.
- Ley 45 de 1990.
- Ley 222 de 2005.
- Ley 964 de 2005.
- Ley 1430 de 2010.
- Ley 1474 de 2011.
- Decreto 4809 de 2011.
- Decreto Único 2555 de 2010.
- Decreto 1565 de 2006.
- Estatuto Orgánico del Sistema Financiero.

LEGISLACIÓN EUROPEA

- Directiva Comunitaria No. 89/592/CEE
- Directiva Comunitaria 2003/6/CE del Parlamento Europeo
- Directiva Comunitaria 2003/124/CE

LEGISLACIÓN ESPAÑOLA

- Real Decreto 279 del 25 de enero de 1984
- Ley 9 de 1991 del 22 de marzo
- Código Penal de 1995
- Decreto 1333/2005

LEGISLACIÓN NORTEAMERICANA

- *Securities Act* (1933) y la *Securities Exchange Act* (1934)
- Fallos de la Suprema Corte de Justicia de los Estados Unidos

LEGISLACIÓN CHILENA

- Ley del Mercado de Valores, No. 18.045, modificada por la Ley No. 19.301 de 1994
- Ley 20.552 del 17 de diciembre de 2011

RELACIÓN NORMATIVA Y JURISPRUDENCIAL EN COLOMBIA

Corte Constitucional. Sentencia T-533 de 1992. M. P.: Eduardo Cifuentes Muñoz.

Corte Constitucional. Sentencia T-425 de 1993. M.P.: Ciro Angarita Barón.

Corte Constitucional. Sentencia C-021 de 1994. M. P.: Antonio Barrera Carbonell.

Corte Constitucional. Sentencia C-397 del 7 de septiembre de 1995. M.P.: José Gregorio Hernández.

Corte Constitucional. Sentencia C-398 del 7 de septiembre de 1995. M. P.: José Gregorio Hernández.

Corte Constitucional. Sentencia C-524 de 1995. M.P.: Carlos Gaviria Díaz.

Corte Constitucional. Sentencia C-535 de 1997. M. P.: Eduardo Cifuentes Muñoz.

Corte Constitucional. Sentencia C-228/10. M. P.: Luis Eduardo Vargas Silva.

Corte Constitucional. Sentencia C-083 de 1999. M. P.: Dr. Vladimiro Naranjo Mesa.

Corte Constitucional. Sentencia SU-166 de 1999. M. P.: Dr. Alejandro Martínez Caballero.

Corte Constitucional. Sentencia C-616 de 2001. M.P.: Rodrigo Escobar Gil.

Corte Constitucional. Sala Plena. Sentencia C-692 de 2007. M. P.: Dr. Rodrigo Escobar Gil. p. 45.

Corte Constitucional. Sentencia C-263 de 2011. M.P.: Jorge I. Pretelt Chaljub.

Consejo de Estado. Sala de lo Contencioso Administrativo. Sección Cuarta. M. P.: Germán Ayala Mantilla. (16 de marzo de 2001). Exp. 10.668.

Corte Suprema de Justicia. Sala de Casación Penal. Sentencia de 27 de octubre de 1994. M. P.: Jorge Enrique Valencia M. Radicación 1242.

Corte Suprema de Justicia. Sala de Casación Penal. Sentencia de 11 de noviembre de 2009 M. P.: Yesid Ramírez Bastidas. Proceso 32501.

Tribunal Superior del Distrito Judicial de Bogotá, Sala Civil. Providencia del 5 de agosto de 2003, Luis Carlos Gómez Manrique contra Bonem S. A.

Tribunal Administrativo de Cundinamarca, Sección Primera, Subsección A. Sentencia de 16 de agosto de 2001. M. P.: William Giraldo Giraldo. Expediente 11001232400 2001-0636.

Tribunal Administrativo de Cundinamarca. Sección Primera, Subsección B. Sentencia de 25 de abril de 2002. M. P.: José Herney Victoria Lozano. Expediente RI 2-324.

El Autorregulador del Mercado de Valores. Manual para la graduación de sanciones, 2010. Bogotá.

RESOLUCIONES SUPERINTENDENCIA DE VALORES (HOY SUPERFINANCIERA)

- Resolución 1200 de 1995.
- Resolución 640 del 27 de septiembre de 1990.
- Resolución de la Superintendencia de Valores 345 de 4 de Junio de 1990.
- Resolución 397 del 13 de junio de 1991.
- Concepto de la Superintendencia de Valores. El Mercado Público de Valores. 1997.
- Concepto de la Superintendencia de Valores. SUOJ.O67.92, del 9 marzo de 1992.
- Concepto 220-059047 del 26 de octubre de 2006 de la Superintendencia de Sociedades.
- Concepto 220-001918 del 17 de enero de 2006 de la Superintendencia de Sociedades.
- Oficio 220-047597 del 27 de septiembre de 2007 de la Superintendencia de Sociedades.

PROVIDENCIAS DEL AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES DE COLOMBIA -AMV-

Tribunal Disciplinario

- Resolución No. 04 Sala de Revisión. 27 de mayo/2008, contra Inés Elvira Sinisterra. (Interbolsa S.A.)
- Resolución No. 04 del 25 de mayo de 2007, contra Edwar Neira Marín. (Interbolsa S.A.)

Fallo Judicial

- Tribunal Superior de Bogotá en fallo del 30 de septiembre de 2008 en contra de Barguil Bechara Marie, Erik Gómez y Ricardo Caballero.
- Revista Dinero no. 410 de noviembre 9 de 2012.

WEBGRAFÍA

- Ramírez Hernández, Fernando, (1993-1999). La política de competencia y el proceso de regulación en México. <http://www.sic.gov.co>.
- Asprilla, Adriana, (2003). La protección procesal de los intereses colectivos. Revista de Derecho Privado Facultad de Derecho Universidad de los Andes, No. 1. Editorial Temis.
http://derechoprivado.uniandes.edu.co/contenido/indice_autores_articulos.php?numero=1&idarticulos=233&tipos=&autor=Adriana&apellido=de%20la%20Espriella.
- Fuente disponible en UR, (19 de diciembre de 2014).
<http://www.portafolio.co/opinion/blogs/mercado-bursatil-colombiano/comportamiento-accionario-de-la-bolsa-de-valores-de-colomb>.
- Donadio, Alberto. Blogs del espectador.
<http://blogs.elespectador.com/interbolsa/2013/09/27/que-es-el-amv/>
- Fiscalía General de la Nación de Colombia. <http://www.fiscalia.gov.co>.
- www.superfinanciera.gov.co
- www.supersociedades.gov.co

- www.amvcolombia.org.co