



Revista de Derecho Privado
E-ISSN: 1909-7794
mv.pena235@uniandes.edu.co
Universidad de Los Andes
Colombia

Torrado Angarita, Jorge
EI USO INDEBIDO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN EL MERCADO DE VALORES
COLOMBIANO A LA LUZ DE LA EXPERIENCIA ESTADOUNIDENSE
Revista de Derecho Privado, núm. 39, mayo, 2008, pp. 3-28
Universidad de Los Andes
Bogotá, Colombia

Disponible en: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=360033187004>

- Cómo citar el artículo
- Número completo
- Más información del artículo
- Página de la revista en redalyc.org

redalyc.org

Sistema de Información Científica
Red de Revistas Científicas de América Latina, el Caribe, España y Portugal
Proyecto académico sin fines de lucro, desarrollado bajo la iniciativa de acceso abierto

EL USO INDEBIDO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN EL MERCADO DE VALORES COLOMBIANO A LUZ DE LA EXPERIENCIA ESTADOUNIDENSE*

Jorge Torrado Angarita**

RESUMEN

El uso indebido de información privilegiada en el mercado de valores es una de las conductas que mayor daño puede causar al mismo por la evidente inequidad que representa frente a los inversionistas y la pérdida de confianza que puede generar entre éstos, razón por la cual dicha práctica ha sido severamente castigada a nivel internacional. Este artículo se ocupa de analizar la normatividad que lo prohíbe en Colombia, tanto a nivel administrativo como penal, e igualmente busca determinar la verdadera eficacia o aplicación práctica de las normas que lo reprimen. Para el efecto se trae a colación la experiencia estadounidense con el fin de ilustrar al lector sobre el vasto desarrollo que el tema ha tenido en dicho país, particularmente a nivel jurisprudencial, para posteriormente contrastar el extenso tratamiento que se le ha dado allí, con la muy escasa jurisprudencia colombiana en la materia.

Dentro del propósito indicado se estudia la forma como está redactada la prohibición en los campos penal y administrativo, las limitaciones que se derivan de dichas redacciones, la naturaleza de las penas contempladas y la forma como han sido interpretadas y aplicadas por las autoridades colombianas en casos concretos. Como tema directamente ligado al anterior se estudia igualmente la obligación que tienen las sociedades emisoras de suministrar información relevante al mercado e igualmente la forma como debe procederse en materia de suministro de información cuando se está frente a una operación en curso, en aras de proteger al mercado y de velar por la transparencia del mismo. A partir de lo anterior, el texto aborda los conflictos en la interpretación de las normas sobre uso indebido de información privilegiada que se presentan en el país, así como en Estados Unidos, y que deben enfrentar los reguladores por doquier. El artículo pretende llamar la atención en el sentido de que en éste, como en otros temas, de nada sirve tener abundancia de normas si las mismas no tienen una verdadera aplicación práctica, pues ello conlleva una preocupante desprotección para quienes invierten en el mercado de valores y consecuentemente, desestiman el desarrollo del mismo en el país.

Palabras Claves: Bolsa de Valores – Uso de información privilegiada – Fraude – Valores – Deber de revelar – Información relevante – Información Material no pública – Mercado de Valores – Deber de abstenerse o revelar – Confianza fiduciaria – Deber fiduciario – Fraude sobre la fuente de información – Teoría de la apropiación inadecuada – Iniciado.

ABSTRACT

Insider trading is one of the most harmful conducts within the stock market given the inequity it represents for the investors and the mistrust it can cause amongst them, which is why such practice has been severely punished internationally. This article analyzes the rules and laws that forbid it in Colombia, both at the administrative and criminal levels, and also intends to determine the true effectiveness or practical application of such dispositions that prohibit it. For such purposes the American experience is brought up illustrating the reader with the huge development the subject has had in such country, particularly in a case precedent level, in order to contrast the extensive treatment it has been given there with the scarce precedents to be found regarding such matter in Colombia.

As part of the purpose described above, the text studies the phrasing of the prohibition in the criminal and administrative scenarios, the limitations derived from it, the nature of the penalties it contemplates and the way they have been interpreted and applied by the Colombian authorities in the few penalized cases we have had. In the same line of thought, the article also studies the obligation that issuing companies have of disclosing material information to the market as well as of the way in which they must proceed in order to disclose information regarding transactions in motion to protect the market and its transparency. It approaches the conflicts of rule interpretation regarding insider trading in Colombia, as well as in USA, and that the regulating authorities must confront everywhere. The article pursues to be a warning in the sense that, with this one, like with many other subjects, the abundance of rules and laws is useless, if they have no application in practice, thus conducting to a disturbing lack of protection for the market investors and, consequently, discourages the development of the stock market in the country.

Key Words: Stock Exchange – Insider trading – Fraud – Securities – Disclosure duty – Public Material Information – Non-public material information – Stock Market – Duty to abstain or disclose – Fiduciary trust – Fiduciary duty Theory – Misappropriation – Tepee.

* El autor de este artículo expresa sus agradecimientos a la doctora María Elisa Arango por su invaluable colaboración en la preparación del mismo.

** Abogado de la U. de los Andes con especialización en derecho financiero de la misma Universidad y realizó un Curso de Operaciones Bursátiles en la Bolsa de Valores de Sao Paulo. Actualmente se desempeña como socio de TORRADO ANGARITA & PINZÓN Abogados. En el pasado fue Secretario y Presidente (E) de la Comisión Nacional de Valores, Gerente General de la firma Comisionista de Colombia S.A., profesor de Derecho Bursátil en la U. de los Andes U. Externado de Colombia, U. del Rosario, U. Autónoma de Bucaramanga y en el INCOLDA. Es autor de diversos artículos sobre Derecho Bursátil en periódicos Económicos y Revistas Especializadas y conferencista invitado en diferentes foros.

INTRODUCCIÓN

Quienes en nuestra temprana juventud disfrutábamos viendo películas del viejo oeste americano recordamos una escena que se repetía, con muy breves cambios, en todas las cintas: la infaltable partida de póker. Ésta tenía lugar en el clásico bar del oeste, más conocido como el *"saloon"* y en ella participaban los "malos" y obviamente el "bueno" de la película que era su protagonista. Después de varias manos en donde había un mismo ganador en forma persistente, el bueno de la película descubría que lo estaban esquilmando y que, el ganador lo era, no por su conocimiento del juego, ni por un golpe de suerte, sino porque usaba un juego de naipes marcado. De esta manera podía saber exactamente cuáles eran las cartas de sus contendores y con dicha ventaja les ganaba todas las partidas. Descubierto el engaño el asunto se resolvía con una pelea a golpes que concluía con la destrucción del establecimiento o, peor aún, con un duelo a revólver, que terminaba con la vida del malo.

Desafortunadamente, esta escena se sigue repitiendo más de lo esperado aunque con algunos cambios: (i) No sucede en las películas sino en la vida real; (ii) el escenario no es el viejo *"saloon"*, sino las bolsas de valores del mundo o los mercados que operan por fuera de bolsa; (iii) los jugadores no se sientan en una misma mesa, ni se ven la cara, sino que operan desde sus computadores en forma anónima, de manera tal que ni se conocen ni pueden identificarse fácilmente; (iv) las cartas son sustituidas por acciones, bonos u otros títulos; (v) no están jugando, sino invirtiendo los recursos propios o los recursos del público y; (vi) las cartas resultan marcadas cuando alguno de ellos tiene una información sustancial que los demás no conocen, información que le permite anticipar la posible evolución de las cotizaciones y operar de esa manera con una ventaja frente al resto del público que participa en el mercado.

La pretensión de este artículo es llamar la atención sobre uno de los principales problemas que enfrentan los mercados de valores en el mundo y analizar cómo lo han enfrentado, tanto desde la perspectiva de la normatividad colombiana, como desde la óptica de la acción de las autoridades nacionales.

La realidad demuestra que no siempre quienes intervienen en el mercado lo hacen en pie de igualdad en materia de información. Piénsese en el caso --por cierto, muy común-- de los accionistas mayoritarios que pretenden vender una compañía obteniendo una prima de control o un sobreprecio frente a la cotización ordinaria del mercado, operación que puede realizarse, bien sea mediante una OPA lanzada por el potencial comprador o mediante un martillo organizado por los potenciales vendedores. Ese proyecto de operación es conocido en muchos casos por los principales accionistas y directivos de la compañía, por los asesores legales de ambas partes, sus banqueros de inversión y, en ocasiones, incluso sus secretarías y conductores.

Lo mismo sucede con muchos hechos de carácter financiero que ocurren al interior de las compañías, y que en un momento dado no son de conocimiento público tales como: proyectos de fusión con otra compañía, utilidades muy superiores o muy inferiores a las proyectadas y anunciadas al mercado, proyectos de distribución de dividendos, necesidad de hacer importantes provisiones a los estados financieros, nuevos descubrimientos, importantes fallos judiciales que las pueden perjudicar o favorecer considerablemente, etc.

¿Pueden quienes poseen dicha información operar en el mercado con base en la misma cuando ésta aún no es pública? ¿Pueden legítimamente transmitir dicha información a terceros para que operen en el mercado? ¿Cómo trata esos fenómenos la legislación colombiana? ¿Qué aplicación efectiva tienen las normas al respecto en Colombia? Esos son algunos de los interrogantes que nos proponemos despejar en las líneas siguientes.

Lo primero que debe tenerse presente es que uno de los pilares en que se fundamenta el adecuado funcionamiento de los mercados de valores, lo constituye el que los mismos sean eficientes. Se entiende que un mercado es eficiente cuando los precios se forman como resultado de las fuerzas de oferta y demanda bajo una misma base de información, esto es, en condiciones de igualdad informativa para todos los participantes. En consecuencia, el precio de un valor en un momento determinado refleja la apreciación que sobre el mismo tienen todos los participantes en el mercado con base en la información disponible en ese momento.

Se supone entonces que el mercado debe contar con eficiencia informativa, esto es, reflejar toda la información posible para que el público tome sus decisiones en forma racional y en un plano de igualdad informativa. Sobre el particular un estudio de la materia señala:

"...pues bien, en el ámbito de la moderna teoría económica de los mercados eficientes, la eficiencia informativa supone que los comportamientos de los inversores están influidos no sólo por los valores que adoptan las variables relevantes en períodos pasados y en el actual, sino también por los valores que se supone alcanzarán esas mismas variables en el futuro tras el oportuno análisis de la información disponible (...) Acertadamente Cruz Roche afirma que al inversor no le basta con conocer la situación presente, porque lo deseable es que elabore previsiones respecto a la evolución de aquélla en el futuro; y es que las decisiones de inversión se toman teniendo en cuenta, por supuesto, el desarrollo de la empresa en el pasado y su situación presente, pero, sobre todo, con una especial atención las expectativas futuras. Además la información que se obtenga deberá referirse a la situación, posibilidades y perspectivas del sector económico al que la misma pertenece, a la sociedad en su conjunto, e incluso a la

situación económica de los distintos países; todo en aras de realizar previsiones sobre el futuro, de cuya mayor o menor fiabilidad va a depender el éxito de las decisiones adoptadas y que se materializarán en una inversión".¹

Luego un mercado eficiente supone, entre otras, 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.

I. LA REFERENCIA AMERICANA

En materia de uso de información privilegiada, como en otras tantas del mercado de valores, el caso americano constituye una referencia obligada por el grado de desarrollo jurisprudencial que el mismo presenta en ese país.

Como respuesta a la crisis del año 1929 y para prevenir la repetición de las conductas que la generaron, en los Estados Unidos se expidieron dos leyes sobre valores, a saber: el "*Securities Act*" de 1933 y el "*Securities Exchange Act*" de 1934. La primera, se refiere a operaciones en el mercado primario y, la segunda, surgió con el fin de regular el mercado secundario de valores y dio lugar a la creación de la superintendencia de valores de los Estados Unidos (SEC, por sus siglas en inglés), con poder de interpretar, desarrollar y aplicar las normas sobre valores y especialmente con facultades para reprimir el fraude sobre los mismos.

¹ GÓMEZ INIESTA, Diego José. La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores. McGraw-Hill, Madrid, 1997, página 27.

Fue así como la SEC adoptó en el año de 1942 la regla 10b-5, la cual dispone lo siguiente:

Regla 10b-5. Empleo de estrategias de manipulación y engaño. Será ilegal para cualquier persona, directa o indirectamente, mediante el uso de medios o instrumentos del comercio interestatal o mediante el uso de correos o cualquier medio o facilidad del mercado de valores nacional:

- a) Emplear cualquier estrategia, esquema o artificio para defraudar;
- b) Hacer cualquier afirmación falsa de un hecho material u omitir declarar un hecho material necesario para hacer las declaraciones hechas no desorientadoras,, a la luz de las circunstancias bajo las cuales las declaraciones fueron hechas;
- c) Entrar en cualquier acto, práctica, o curso de negocios que opere o se pueda operar como fraude o engaño a una persona, en conexión con la compra o venta de cualquier valor.

Es con base en esta norma, la cual busca de manera general reprimir el fraude sobre valores, que se han sancionado los casos de uso de información privilegiada.² No obstante, como la norma

cubre todas las formas posibles de fraude en el mercado--llámese manipulación, suministro de información falsa o incompleta, suministro selectivo de información, mal manejo corporativo o uso de información privilegiada--su aplicación ha conllevado una larga y no siempre unánime elaboración jurisprudencial para encuadrar el uso de información privilegiada dentro del concepto de fraude.

Sólo con el fin de darnos una idea general de la naturaleza de los casos juzgados por uso de información privilegiada y las tesis sostenidas dentro del concepto de fraude en los Estados Unidos, conviene repasar algunos de ellos:

A. CADY, ROBERTS vs. SEC

En este caso, uno de los socios de una firma de corretaje recibió un mensaje de uno de los directores de la compañía Curtiss- Wright, en el que éste le informaba que el Consejo Directivo de la misma acababa de votar una decisión en el sentido de suprimir los dividendos. El corredor de bolsa inmediatamente colocó órdenes de venta de Curtiss- Wright por cuenta de algunos de sus clientes y las ventas fueron hechas antes de que la noticia del recorte del dividendo fuera diseminada en el mercado. Obviamente quienes vendieron con base en esa información, antes de que el mercado conociera la noticia del recorte de los dividendos, se beneficiaron, pues el precio de la acción bajó una vez el mercado tuvo conocimiento del hecho. Es decir que, quienes vendieron evitaron una pérdida, la cual fue trasladada a quienes adquirieron las acciones.

2 En el año 2002 fue expedido por el Congreso de Estados Unidos el Sarbanes-Oxley Act, cuya sección 807 agrega un capítulo al Código Penal norteamericano bajo el título 1348, el cual tiene implicaciones en el mercado de valores y, en ese sentido reta, o al menos cuestiona, la preeminencia de la Regla 10b-5, aún cuando no la deroga ni modifica expresamente. El mencionado título señala que:

"Quien a sabiendas ejecute, o intente ejecutar un esquema o artificio:

- i) para defraudar a cualquier persona en conexión con un valor [de una compañía que reporte de acuerdo con el Exchange Act]; o
- ii) para obtener, por medio de falsas o fraudulentas pretensiones, representaciones, o promesas, cualquier dinero o propiedad en conexión con la compra o venta de cualquier valor [de una compañía que reporte de acuerdo con el Exchange Act]; deberá ser multada bajo este título, o encarcelada por no más de 25 años, o ambas."

La diferencia más grande entre esta norma y la Regla 10b-5 es que esta última sólo cubre el fraude en relación con la compra o venta de un valor mientras que el len-

guaje del 1348 cubre una interpretación mucho más amplia del fraude. En consecuencia, muchos consideran que la intención del Congreso de Estados Unidos al expedir el 1348 fue ampliar la Regla 10b-5, castigando con la misma pena tanto la realización efectiva de un fraude como el simple intento de llevarlo a cabo. (SODERQUIST, Larry D. Understanding the Securities Law. Corporate and Securities Law Library, Practising Law Institute, Fourth Edition, secciones 12-45 a 12-47).

El fallo supuso que el socio de la firma de corretaje fuera condenado por violar las reglas b y c, de la norma 10b-5 bajo la *equal access theory*, conforme a la cual cuando una persona tiene acceso directo a la información (*tipper*), o recibe de un tercero dicha información (*tepee*), está obligada a revelarla al mercado para que todos los inversionistas reales o potenciales tengan acceso igualitario a la misma. En este caso el socio falló porque usó con otros fines una información a la cual había accedido únicamente para propósitos corporativos y no para el beneficio personal de nadie, y precisamente fue sancionado debido a la inherente falta de justicia envuelta cuando se aprovecha de la información que conoce y que no está disponible para aquellos con los cuales negocia.

La otra tesis con base en la cual se juzgó este caso fue la de *abstain or disclose*. Conforme a esta tesis, sostenida por la SEC, cualquiera que a sabiendas recibe información material interna de una compañía, cuando la misma no es pública, tiene un deber fiduciario de abstenerse de usarla para propósitos personales o de revelarla antes de negociar valores con base en ella (lo que se traduce en el deber de "abstenerse o revelar"). Asimismo, se dejó por sentado que, quien obtiene información de alguien con el deber de revelarla (*tepee*), a su vez hereda ese deber. En este pronunciamiento la SEC estableció que no sólo los agentes corporativos internos están obligados a revelar material desconocido por el público o a abstenerse de utilizarlos, sino que otros individuos pueden estar sometidos al mismo deber³. No obstante, un *insider* sólo puede estar quebrantando la regla 10b-5 cuando no revela información material desconocida por el público y negocia con base en ella haciendo ganancias secretas.

3 JENNINGS, Richard W., MARSH, Harold Jr., COFFE, John Jr., and SELIGMAN, Joel. Securities Regulation: Cases and Materials. University Casebook Series, Foundation Press, Eighth Edition, New York, 1998, páginas 1087-1088.

B. TEXAS GULF SULPHUR

En este caso los ejecutivos y empleados de *Texas Gulph Sulphur Co.* hicieron sustanciales compras de acciones de la compañía después de conocer que la perforación exploratoria en una de sus minas mostró un extraordinario descubrimiento de la existencia de mineral, aun cuando para entonces no se sabía con certeza si se trataba o no de un mineral comercialmente explotable.

La tesis con la cual los empleados y ejecutivos que compraron acciones fueron condenados consistió en que: "El silencio, cuando hay un deber de hablar, puede en sí mismo considerarse un fraude."⁴

C. INVERSTORS MANAGMENT CO.

En este caso, una compañía manufacturera de aviones informó a un *broker dealer*, con el cual estaba trabajando como el principal *underwriter* para una emisión, que las utilidades para el año corriente serían sustancialmente menores de las que previamente se habían publicado como pronóstico de utilidades. El departamento del *broker-dealer underwriter* pasó la información a los miembros de su departamento de ventas, quienes a su turno pasaron la información a sus más representativos clientes institucionales, los cuales vendieron grandes cantidades de acciones de la compañía antes de que tales ganancias revisadas y desmejoradas se hicieran públicas. En este precedente se observa que nuevamente los vendedores evitaron una pérdida que trasladaron a los incautos compradores, por lo cual fueron condenados⁵.

D. CHIARELLA vs. ESTADOS UNIDOS

En este proceso, Chiarella, un trabajador de una imprenta especializada en folletos de reportes fi-

4 SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968),

5 In Re Investors Management Company, Inc

nancieros, prospectos e informes a la SEC, entre otros, que trabajaba con documentos relacionados con ofertas públicas de adquisición que se pretendían adelantar en el mercado, descifró la identidad de las compañías que serían objeto de oferta (cuyos nombres aparecían en blanco en los documentos que eran enviados para su impresión), y compró acciones en las mismas, vendiéndolas con una ganancia, después de anunciadas tales ofertas. Éste fue condenado por el Circuito y luego por la Corte de Apelaciones al no haber revelado la información, sin embargo, posteriormente, la Corte Suprema reversó la decisión porque consideró que las instrucciones dadas al jurado fueron erradas (le habían dicho al jurado que lo condenara si Chiarella adrede había dejado de revelar la información que haría subir el precio de ciertos valores). Así, Chiarella, fue exonerado de todos sus cargos, ya que no se encontró que entre él y los accionistas de las compañías que eran sus contrapartes, ni entre él y las mismas compañías respecto de las cuales Chiarella negoció valores, existía una relación de confianza fiduciaria y, por lo tanto, no había un deber de revelarles la información.

En este caso la Corte Suprema no acoge la *equal access theory* y, por el contrario, la restringe considerablemente, creando en su lugar una nueva teoría consistente en el deber fiduciario (*fiduciary duty theory*), sosteniendo que sólo hay fraude cuando quien suministra o usa la información está sujeto a un deber fiduciario. "Cuando se pretende alegar fraude por no revelar información, no puede haber fraude en ausencia de un deber de divulgar información"⁶. Asimismo, no puede haber deber de revelar cuando la persona que ha negociado acciones no era un agente de la sociedad, ni era mandataria de ésta, ni era una persona en quien los vendedores de los valores hubieran puesto su confianza. El fallo define que: 1) no toda injusticia financiera cons-

tituye fraude, y 2) el elemento requerido para hacer silencio fraudulento debe estar presente. No hay deber de revelar o de abstenerse de utilizar información sólo por poseer información no pública, sólo una relación específica crea ese deber, y en esa medida puede no haber fraude con su uso en ausencia del deber de revelarla⁷.

Este precedente fue duramente criticado por la SEC y por muchos doctrinantes, pues para ellos, más allá de toda duda, Chiarella había utilizado información no pública para hacer operaciones en el mercado, tomando ventaja consistente en que de antemano sabía sobre cuáles compañías se pretendía lanzar ofertas públicas de adquisición, y por consiguiente, ha debido ser castigado bajo la regla 10 (b).

E. DIRKS vs. SEC

En este caso, un analista de valores de Nueva York recibió información confidencial de un ex empleado de un *equity fund* en Los Ángeles según la cual el fondo tenía los balances maquillados porque gran parte de las pólizas de EFC eran falsas, y en realidad valía mucho menos de lo que se creía, ante lo cual el analista viaja a investigar y, efectivamente, comprueba la existencia de irregularidades. Éste provee dicha información a varios de sus clientes institucionales (quienes vendieron gran cantidad de las acciones que tenían en el fondo), e incluso intenta persuadir a un periodista para que exponga el fraude. Las acciones de la compañía bajan de US \$26 a US \$15 esa semana. Más adelante se destapa el fraude y el fondo entra en quiebra.

El analista fue condenado en primera y segunda instancia porque consideraron que tratándose de información confidencial debió suponer que provenía de adentro y debió revelarla públicamente o abstenerse de utilizarla. La Corte Suprema reversó la decisión considerando que Dirks

6 JENNINGS, Richard W. y otros. Ob cit, páginas 1090-1091

7 Ibidem

no tenía ningún deber fiduciario con los compradores de las acciones del fondo y no podía ser encontrado culpable de haber realizado una violación, impulsado por quien le había suministrado la información de adentro, teniendo en cuenta que ese analista interno no había actuado por un motivo impropio para darle la información a él, sino para exponer un fraude. No había ninguna expectativa por parte del ex empleado del fondo que le dio la información de que ésta se mantuviera en confidencialidad, ni tampoco podría decirse que el analista hubiera obtenido la información de forma ilegal o fraudulenta.

Este fallo concluye que no sólo los administradores de una compañía pueden tener deberes de revelar información antes de negociar acciones o de abstenerse de negociarlas, ya que el deber de revelarla puede ser pasado de quien lo tiene a la persona que se entera de aquél, pero ello requiere de dos elementos para ser exigible: 1) la existencia de una relación especial confidencial que le permita a un *constructive insider* (es decir, a quien estando afuera se transforma en un agente interno de la compañía, por los servicios que le presta o la relación que sostiene con ésta) tener acceso a información de uso privilegiado para cumplir propósitos de la compañía⁸, y ii) la injusticia de permitir a un administrador de la compañía aprovecharse de la información al negociar sin revelar⁹. Es decir que, en este caso igualmente la Corte Suprema aplicó la *Fiduciary Duty Theory*.

8 En este caso la Corte Suprema no definió exactamente qué debía entenderse por relación especial confidencial, pero más adelante, en *SEC vs Lund*, una corte de distrito sostuvo que el deber de un *constructive insider* sólo surge ante la prueba de que tal acceso se dio exclusivamente con fines corporativos con la expectativa (explícita o implícita) de que la información que le revelada fuera mantenida confidencial. Posteriormente, la Corte Suprema reversó una decisión equivalente en el caso *Walton v. Morgan Stanley & Co*, al considerar que el uso limitado de información o la confidencialidad de la misma, no puede ser un deber implícito. (JENNINGS, Richard W. and others. Ob cit, página 1125).

9 Ibidem, páginas 1088-1094 y 1124

F. UNITED STATES vs. O'HAGAN

Uno de los casos más famosos que definió los límites del *insider trading* frente a terceros que no están directamente involucrados con las compañías, fue el caso de *O'Hagan*, quien era socio de una firma de abogados (*Dorsey & Whitney*) que fue contratada por una compañía que pretendía hacer una oferta pública para quedarse con otra compañía. Antes de que la oferta se hiciera pública, el abogado adquirió unas opciones de compra futuras de acciones de la compañía a ser adquirida (*Pillsbury*) por *Grand Met* y luego acciones comunes por menos de US\$39 (convirtiéndose en el inversionista particular más grande de la empresa). Cuando la oferta se hizo, la acción subió a US\$60, y *O'Hagan* vendió obteniendo una utilidad de más de US\$4.3 millones de dólares. La Corte estableció que si bien *O'Hagan* no era parte de la compañía y que, por lo tanto, a él no se le podía establecer la doctrina de los deberes fiduciarios, *O'Hagan* sí tenía un deber de confidencialidad con la persona que le suministró la información y, precisamente, una violación a este deber de confidencialidad fue lo que la Corte Suprema denominó fraude sobre la fuente de información.

En este caso se aplicó la tesis del *Misappropriation Theory* (teoría de la apropiación inadecuada) conforme a la cual se incurre en fraude si se obtiene una información privilegiada que ha sido confiada para ciertos fines y luego es utilizada en provecho propio para propósitos distintos, como es el de realizar operaciones en el mercado, con lo cual se viola también el deber fiduciario. El precedente concluyó que el uso, sin autorización, de información privilegiada, es el uso de un medio engañoso bajo los parámetros de la regla 10(b), cuando a su vez implica la realización de transacciones de valores¹⁰.

10 Ibidem, 1104-1107

En síntesis las teorías con base en las cuales se sanciona el uso de información privilegiada en los Estados Unidos pueden resumirse así:

1. **Teoría Clásica:** Las reglas 10b y 10b-5 son violadas cuando un *insider* de una compañía negocia los valores de su compañía, con base en la información material no pública que tiene sobre ésta. Ello es considerado una forma de fraude por la relación de confianza depositada entre los accionistas de la compañía y sus *insiders* que han obtenido información confidencial en virtud de sus trabajos. Dicha relación exige respetar el deber de revelar o abstenerse de negociar, por la necesidad de prevenir que un *insider* de la compañía se aproveche de los accionistas desinformados.
2. **Teoría de la apropiación inadecuada:** La persona comete fraude en conexión con una transacción de valores y, por consiguiente, viola las reglas 10b y 10b-5, cuando se apropia inadecuadamente de información confidencial para negociar valores, quebrantando el compromiso debido a su fuente de información. La teoría de la inadecuada apropiación hace responsable a quienes como *traders* o mandatarios (generalmente *outsiders* o externos) decepcionan a quienes les han confiado el acceso a información confidencial.
3. **Teoría del deber fiduciario:** El deber fiduciario consiste en la obligación de ciertas personas de abstenerse de utilizar o de divulgar cierta información cuando las mismas tienen, por su posición en la compañía o su relación con ésta, un deber afirmativo de hacerlo, teniendo en cuenta que dicha información afectaría el juicio de los inversionistas. Así pues, el citado deber fiduciario surge de la información material no pública que obtienen los accionistas controladores, oficiales, directores y demás agentes de la compañía y ésta no puede ser utilizada por ellos para su beneficio personal o el de terceras personas. Asimismo, están sujetos a

tal deber, en virtud de su traspaso con propósitos corporativos exclusivamente, como *constructive insiders*, los mandatarios de la compañía, aquellas personas que tuvieron acceso a dicha información en virtud del servicio que le prestaron a la compañía o de la relación que sostuvieron con la misma, y aquellas personas en quien los vendedores de valores hubieren puesto su confianza. De modo que, el fraude se da cuando quien suministra o usa la información no pública está sujeto al denominado deber fiduciario, es decir que, no puede alegarse fraude contra quien no tiene un deber de divulgar la información. Desde esta teoría, no existe deber de revelar cuando quien negocia acciones no cumple las calidades para detentar tal deber fiduciario. En consecuencia, el deber de divulgación o de abstención de uso de información privilegiada no existe por la mera posesión de información no pública, sino que se requiere una relación específica que cree ese deber, por lo cual, no hay lugar a fraude con su uso ante la ausencia del deber de revelarla.

Éstos, que son algunos de los casos mas sonados sobre uso de información privilegiada en los Estados Unidos, sólo se traen a colación para tratar de explicar la multiplicidad de eventos que pueden presentarse en el mercado de valores en donde unos jugadores poseen una información desconocida por el resto del mercado.

II. EL CASO COLOMBIANO

La ley 32 de 1979, por medio de la cual se creó la Comisión Nacional de Valores, en su artículo 9, numeral 14, 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 ne-

cesarias para proteger los intereses de quienes hayan efectuado inversiones representadas en los documentos de que trata esta ley." Luego, con fundamento en estas normas bien hubiera podido la Comisión Nacional de Valores, dictar normas tendientes a prohibir y sancionar el uso de información privilegiada en el mercado de valores. Sin embargo, lo cierto es que con base en esas facultades la Comisión nunca reguló el tema del uso de información privilegiada ni menos sancionó ningún caso, lo cual pudo haber tenido como causa el que en los primeros años de su creación, la entonces Comisión Nacional de Valores, se vio obligada a concentrarse en investigar y sancionar los famosos casos de manipulación en el mercado de valores que ocurrieron a comienzos de los años 80.

Es así como la prohibición expresa de utilizar información privilegiada en el mercado de valores colombiano solamente aparece consagrada en nuestra legislación como tal en 1990, no obstante que la Bolsa de Bogotá fue creada desde 1928. Es decir que tuvimos que esperar aproximadamente 62 años de operación bursátil para que apareciera consagrada legislativamente una prohibición expresa del uso indebido de información privilegiada. Durante ese largo período no hubo ni una sola investigación y, por consiguiente, ni una sola condena por uso indebido de información privilegiada en el mercado de valores colombiano, lo cual no nos permite descartar que durante el transcurso de los mismos efectivamente haya podido presentarse el fenómeno con total impunidad para quienes así hubieren procedido.

La ley 45 de 1990, dispuso en su artículo 75:

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

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

A) Suministren dicha información a un tercero que no tiene derecho a recibirla, o

B) En razón de dicha información aconsejen la adquisición o venta de un valor en el mercado.

Para estos efectos se entenderá que es privilegiada aquella información de carácter concreto que no ha sido dada a conocer del público y que de haberlo sido la habría tenido en cuenta un inversionista medianamente diligente y prudente al negociar los respectivos valores.

La norma comporta las siguientes prohibiciones:

1. El uso de información privilegiada para hacer operaciones en el mercado de valores en forma directa o indirecta.
2. La transmisión de información privilegiada a un tercero para que la use.
3. El consejo brindado a terceros, por cualquier persona y, en especial, por los intermediarios de valores, para la adquisición o venta de valores con base en información privilegiada.

La lectura de la norma puede llevar a pensar que en la primera hipótesis es requisito que se hayan celebrado operaciones en el mercado de valores con base en información privilegiada, mientras que en las otras dos hipótesis ello no es necesario, pues basta que se transmita información privilegiada a un tercero o que se aconseje a alguien la adquisición de valores con base en información privilegiada para que se incurra en violación de la norma, así en estos dos últimos casos, no se realicen operaciones en el mercado de valores.

Sin embargo, nosotros creemos que la correcta interpretación de la norma supone siempre que

se hayan efectuado operaciones en el mercado de valores con base en información privilegiada, esto es, que la información que tiene carácter de privilegiada, en forma real y efectiva se use para ejecutar operaciones en el mercado de valores. Ello se deriva del mismo encabezado de la norma cuando señala que: ninguna persona podrá, directamente o a través de interpuesta persona, **realizar una o varias operaciones en el mercado de valores utilizando información privilegiada.** La segunda parte de la norma debe entenderse en el sentido de que si la persona que posee la información no la usa directamente sino que se la suministra a otra persona o aconseja la compra o venta de valores a un tercero, ello constituirá infracción, siempre que esa persona realice una o varias operaciones en el mercado con base en dicha información. En la hipótesis planteada, resultarían incursos en la violación, tanto quien suministró la información, como aquél que la recibió y efectivamente la usó.

Por consiguiente, si hay transmisión de información privilegiada, pero no se utiliza la misma de ninguna manera ni con base en ella se realiza operación alguna en el mercado, la revelación podrá constituir cualquier otra infracción pero resultará inocua frente al mercado de valores que busca proteger la norma en comento. Este mismo razonamiento y exigencia es establecido en la legislación americana, la cual considera que el fraude bajo la sección 10 (b) se consuma, no cuando el fiduciario recibe la información material no pública, sino cuando sin revelarlo a la fuente que le suministró dicha información, se compromete o entra en una negociación de valores, ante lo cual el supuesto "en conexión con" limita la responsabilidad, bajo la teoría de representación indebida, al uso material de tal información con miras a obtener beneficios para sí o para terceros (ya sea buscando devengar utilidades o evitar pérdidas) al realizar una transacción que involucra valores.

A. CARÁCTER QUE DEBE REUNIR LA INFORMACIÓN PARA QUE SE TIPIFIQUE EL USO INDEBIDO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

Para determinar cuándo la información tiene el carácter de privilegiada el artículo 75 antes citado dispone que ésta es "(...) una 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". La correcta aplicación de la norma supone dos ejercicios previos: (i) La necesidad de definir que ha de entenderse por información de carácter concreto y (ii) el análisis que tiene que hacer el juzgador sobre lo que habría hecho un inversionista medianamente prudente o diligente con esa información o, mejor, cómo habría influido dicha información en el juicio de un inversionista, esto es, determinar si la misma fue relevante o importante para decidir bien fuera la venta, o la compra, o simplemente para mantener unos determinados valores. Refirámonos brevemente a estos elementos:

El término "concreto" conforme al diccionario de la lengua española es un adjetivo que significa: "Dicho de un objeto: considerado en sí mismo, particularmente en oposición a lo abstracto y general, con exclusión de cuanto pueda serle extraño o accesorio." Es decir que, concreto significa lo que es específico, determinado y particular, en oposición a lo abstracto, vago, general o indeterminado. Lo anterior simplemente para resaltar que la norma exige que la información sea concreta, pero no necesariamente tiene que ser completa o íntegra, como tampoco exacta. Es decir que, en un momento dado, una información puede ser concreta mas no precisa, ni totalmente exacta, ni completa, y ya con ella se podría estar tomando ventaja frente al mercado.

Veamos un ejemplo para enriquecer la discusión sobre este tema: Una persona, por razón de su oficio (banquero o abogado, por ejemplo), sabe que en los próximos meses una compañía lanzará una OPA para tomar el control de otra compañía inscrita en bolsa. Los hechos concretos que conoce son: que se lanzará una OPA, quién la lanzará, cuál es la compañía objetivo y qué exactamente se pretende con la operación en sí. Con base en dicha información la persona compra acciones en el mercado. Meses después, la OPA efectivamente es lanzada, con una prima sobre el valor de mercado, y el informado logra vender las acciones en dicha OPA. Ante estos hechos dos posiciones pueden surgir: (i) Algunos pueden considerar que la información con base en la cual el informado actuó no era de carácter concreto (ya que al momento de hacer la compra no conocía ni la fecha exacta de la operación, ni la cuantía exacta de acciones que se pretendían adquirir mediante la OPA, ni, lo más importante el precio al cual se lanzaría la misma. (ii) Otros, como nosotros, consideramos que la información con la cual el informado actuó sí tenía carácter concreto, pues conocía que habría un lanzamiento en los meses futuros de una OPA con pretensiones de adquirir el control de otra compañía.

El segundo elemento de análisis requerido por la norma es determinar la naturaleza de la información o mejor el "juicio de valor" implícito en si la información hubiera sido o no tenido en cuenta por un inversionista prudente y diligente al momento de operar en el mercado y en qué forma. Es decir que no toda información privilegiada da pie para entender que se está haciendo uso indebido de la misma por cuanto hay que distinguir la información material de la no material, siendo solamente la primera de la que se ocupa la norma. Luego, en cada caso concreto, habrá que examinarse qué tan valiosa o importante resultaba ser la información y si la misma habría influido en la decisión de quien estaba del otro lado y en qué forma o grado hubiera cam-

biado el juicio de un inversionista medianamente prudente y diligente al momento de comprar o vender valores.

En el caso de nuestro ejemplo tendríamos igualmente dos tesis:

- (1) La información que tenía el personaje de nuestro ejemplo no hubiera sido tenida en cuenta por un inversionista medianamente prudente o diligente por cuanto: (i) no conocía la fecha de lanzamiento de la OPA y ii) no conocía el precio a ser ofrecido en la OPA, razón por la cual un inversionista mediante prudente y diligente no se hubiera lanzado a comprar acciones porque ello consistiría en una aventura, al no saber si ese precio de la OPA sería mayor o menor al del mercado, ni la cantidad de acciones que el oferente pretendía adquirir en el proceso de OPA.
- (2) El razonamiento opuesto sería: Si bien es cierto que en dicho momento no se sabía exactamente cuándo se lanzaría la OPA ni el precio que se pagaría en la misma, un inversionista medianamente prudente y diligente hubiera podido deducir lógicamente lo siguiente: (i) en la gran mayoría de los casos, por no decir que siempre que se pretende adquirir el control de una compañía, se paga una prima o sobreprecio frente al precio ordinario de mercado; (ii) en una OPA existe siempre la posibilidad de que se presenten OPAs competidoras o pujas por parte de terceros interesados en disputar el control de la compañía, lo cual eleva el precio y; (iii) muy seguramente, si los demás participantes en el mercado tuvieran conocimiento del mismo hecho, los inversionistas prudentes y diligentes no venderían sus acciones antes de la OPA sino que esperarían a que se clarificara la información referente a ésta y esperarían para vender sus acciones en el transcurso de la OPA a un mejor precio.

Éstas son las discusiones obligatorias que se presentan y que se presentarán siempre que se trate

de aplicar la norma objeto de análisis con miras a sancionar el uso de información privilegiada.

Precisamente esta clase de discusiones se han dado en los Estados Unidos al momento de reprimirse el uso de información privilegiada. Así, por ejemplo en el caso ya citado de *Texas Gulf Sulphur*, encontramos que los acusados alegaron que la información acerca del descubrimiento de oro no se convertía en material sino a partir del momento en que se estableciera con certeza la existencia de una mina comercialmente explotable. Ellos puntualizaron que la regla de la SEC bajo la regulación del literal a) prohibía a la compañía hacer cualquier anuncio acerca de la existencia de una mina hasta que esto no fuera suficientemente probado. La Corte dispuso que el test de materialidad para los propósitos de la regla 10b-5 no consiste en determinar si la compañía debería transmitir la información si ésta fuera a vender valores, sino si ésta era la clase de información que podría afectar el juicio de un inversionista razonable, incluyendo tanto especuladores como inversionistas conservadores. En este asunto la Corte Suprema de Estados Unidos encontró que el tamaño y el tiempo de las compras hechas por los acusados, algunos de los cuales jamás habían tenido acciones de *Texas Gulf Sulphur* fueron una "alta y pertinente prueba, y la única y verdadera evidencia de la materialidad del descubrimiento."¹¹

B. LA OBLIGACIÓN DE REVELAR INFORMACIÓN MATERIAL POR PARTE DE LOS EMISORES DE VALORES COMO ANTÍDOTO CONTRA EL USO INDEBIDO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

ASPECTOS GENERALES DE LA OBLIGACIÓN DE REVELAR INFORMACIÓN MATERIAL

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. En este sentido podríamos afirmar que resulta 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. La misma idea, expresada de otra forma, podría ser que en más de un noventa y nueve por ciento de los casos en que se presenta el uso de información privilegiada se debe a que alguien al interior de la compañía falló en su obligación de revelar al mercado oportunamente una información de carácter material que se produjo dentro de la misma.

Por tal motivo, no puede 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, conforme al cual:

Todo emisor de valores deberá divulgar, en forma veraz, clara, suficiente y oportuna al mercado, a través de la Superintendencia Financiera de Colombia, en la forma establecida en este capítulo, toda situación relacionada con él o su emisión que habría sido tenida en cuenta por un experto prudente y diligente al comprar, vender o conservar los valores del emisor o al momento de ejercer los derechos políticos inherentes a tales valores.

A renglón seguido la norma contiene una larga lista de hechos concretos que deben ser revelados al mercado, lista que no tiene la pretensión

¹¹ SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968),

de ser exhaustiva, y que se refiere a hechos de carácter contable, legal, financiero o comercial que razonablemente serían tenidos en cuenta por un inversionista prudente al momento de tomar una decisión de compra o venta, o de mantener sus valores, y que, razonablemente, de ser conocidos por el mercado, podrían implicar una variación considerable, bien sea positiva o negativa, en la cotización de una determinada acción o en el precio de un determinado título. Dentro de dicha enumeración vale la pena destacar, entre otros, las decisiones relevantes que se adopten en las asambleas generales de accionistas, la iniciación de procesos judiciales o administrativos relevantes y las decisiones que se dicten en ellos que puedan afectar a la entidad de manera significativa, aun cuando no se encuentren en firme, los cambios en la situación de control del emisor, las reorganizaciones empresariales tales como fusiones, transformaciones, adquisiciones, escisiones, cesión de activos, pasivos y contratos o segregaciones, y la emisión de valores, bien sea en Colombia o en el exterior, los cambios en el valor nominal de las acciones, la división de acciones, los prepagos o redenciones anticipadas, cambios en los derechos de los tenedores de los valores, modificaciones a las calificaciones de riesgo del respectivo valor, modificaciones en los plazos u otras condiciones de los títulos; cancelación de la inscripción de los valores en bolsa o en el RNVE y demás eventos relevantes relacionados con la emisión respectiva.

Sobre lo que debe entenderse por información material la Corte de los Estados Unidos ha llegado a la siguiente conclusión: Un hecho es material si existe una sustancial probabilidad de que un inversionista razonable lo considere importante para comprar o vender un valor. Explicando esta tesis, la citada Corte en *TSC Industries* y en *Levinson* dijo qué: "debe existir una sustancial probabilidad de que la revelación de un hecho omitido podría haber sido mirada por un inversionista razonable y tenido con ello una

alteración significativa de la 'mezcla total' de la información disponible"¹².

EL USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA CON RESPECTO A OPERACIONES EN CURSO

Si se repara en los más sonados casos de uso de información privilegiada que han ocurrido en el mundo entero, incluido Estados Unidos, podríamos afirmar que uno de los mayores peligros del uso de información privilegiada se presenta en las operaciones en curso. Supongamos el caso de una compañía extranjera que está interesada en adquirir una compañía colombiana listada en la Bolsa de Valores de Colombia. Los procesos de adquisición, como el citado a título de ejemplo, toman mucho tiempo en materializarse y en formalizarse. Generalmente, comienzan con conversaciones entre los accionistas mayoritarios de las compañías, las cuales, en muchos casos, ni siquiera involucran a los representantes legales de las mismas; en esta clase de operaciones normalmente intervienen banqueros de inversión de uno y otro lado, firmas de auditoría, firmas de abogados, consultores externos, etc. Es decir que en estos casos, generalmente existe un número considerable de personas que saben que una operación de esta naturaleza puede llegar a presentarse al menos desde el punto de vista potencial. Según como avancen las conversaciones, éstas pueden tornarse en negociaciones formales y, en algún momento, antes de que todo el mercado se entere, muchas personas conocen el rango de valor dentro del cual se va a realizar la operación, o pueden calcular con alto grado de certeza la posibilidad de que la operación se dé o no, o bien pueden calcular el precio exacto o la relación de intercambio que será utilizada en la operación. Mientras todo ello sucede a puerta cerrada, el mercado, en muchos casos, sigue operando sin que nada se sepa respecto de la

12 *TSC Industries, Inc vs Northway, Inc y Levinson v. Basic, Inc.*

posible operación o, como ha sucedido muchas veces, resultan filtrándose rumores respecto de una potencial transacción.

¿Qué se debe hacer en un caso como el descrito? ¿Cuándo revelar la información?: a) ¿desde el primer momento, al comenzar los primeros contactos?; b) ¿al firmar un memorando de entendimiento sin carácter obligatorio, en el que simplemente se establecen las principales bases conforme a las cuales las partes se sentarán a negociar y a tratar de llegar a un acuerdo?, o; c) ¿únicamente al momento en que se firma el acuerdo vinculante entre las partes?

Este tema no ha tenido tratamiento igual en ninguna parte del mundo por ser uno de los más complejos temas a los que se enfrentan los reguladores del mercado de valores, así como los hombres de negocios. Recuérdese que hay una vieja frase muy válida en Colombia según la cual, negocio que no se ha cerrado y se filtra al público, es negocio que se daña o que no termina concretándose. Sucede que muchas personas, por razones de competencia principalmente, pueden estar interesadas en imposibilitar, dañar, impedir o hacer más difícil un negocio en marcha, que ellos creen les puede afectar de alguna manera, independientemente de la legitimidad del mismo.

Veamos como este espinoso tema ha sido tratado en los Estados Unidos para después entrar a ver qué solución ofrece nuestra legislación:

En Los Estados Unidos la discusión sobre si las operaciones en marcha respecto de una eventual compra o venta de una compañía o de una fusión deben relevarse o no al mercado, se han dado en torno a clarificar si la información es material o no en un determinado momento. Pero lo cierto es que sobre el tema no se ha llegado a una única conclusión y los fallos de las cortes en relación con la materia han sido incluso contradictorios. Al respecto un reconocido autor norteamericano Larry D. Soderquist, en su libro *Understanding The Securities Law* señala:

"Antes de *Levinson* (refiriéndose a un caso fallado por la Corte de Apelaciones), las Cortes de Apelaciones habían llegado a diferentes conclusiones acerca de cómo determinar la materialidad en el contexto de incompleta o incorrecta revelación acerca de las discusiones preliminares de fusión. La Tercera Corte ha determinado que las discusiones sobre una fusión no se convierten en materiales, esencialmente como un asunto legal, **hasta que las partes hayan alcanzado un acuerdo sobre los aspectos principales, lo que incluye el precio y la estructura de la operación.** Bajo tal conclusión un emisor puede con impunidad emitir afirmaciones no ciertas acerca de la existencia o inexistencia de discusiones preliminares sobre una fusión, porque por definición, tal afirmación no cierta no es material. Sin embargo, la Corte del Sexto Circuito ha llegado a una conclusión totalmente diferente, ya que, bajo su punto de vista, **cuan- do la compañía deliberadamente niega la existencia de discusiones preliminares sobre una fusión que está teniendo lugar, la información acerca de las discusiones 'de- vienen en materiales por virtud de la afirmación que niega su existencia.'** En *Levinson*, la Corte Suprema rechazó ambas de las conclusiones que sobre materialidad habían emitido las Cortes de Apelaciones. En su lugar ordena hacer un análisis específico en cada situación para determinar qué haría un inversionista razonable con dicha información si ésta le fuera suministrada, señalando que el negocio sobre el cual se especula o es contingente será considerado material 'dependiendo de un balance de ambos, que indique la probabilidad de que el evento ocurra y se anticipe la magnitud del evento a la luz de la totalidad de actividades de la compañía'.¹³

13 SODERQUIST, Larry D. *Understanding the Securities Law. Corporate and Securities Law Library, Practising Law Institute, Fourth Edition*, sección 12-35.

En el caso que nos ocupa, la legislación colombiana establece en el artículo 1.1.2.20, párrafo tercero, de la Resolución 400 de 1995, lo siguiente:

Los eventos relevantes de negociaciones en curso no tendrán que divulgarse al mercado, cuando el desarrollo normal de esas negociaciones pueda verse afectado por la revelación pública de dicha información, siempre y cuando el emisor pueda garantizar la confidencialidad de la misma. En todo caso, esta información deberá revelarse de manera inmediata a la Superintendencia Financiera de Colombia, en los términos del presente artículo, la cual podrá ordenar la publicación de aquella información que resulte necesaria para asegurar el funcionamiento ordenado del mercado, cuando el comportamiento del valor sea inusual o no pueda explicarse razonablemente con la información pública disponible.

De dicho párrafo podemos deducir lo siguiente:

1. Como principio general, los "eventos relevantes" de negociaciones en curso deben divulgarse al mercado. La norma no define qué debe entenderse por "eventos relevantes" en el contexto de una operación en curso, concepto que entonces queda sujeto a la interpretación que del mismo llegaren a hacer, o bien la Superintendencia Financiera, o bien los jueces de la República. No podemos anticipar que por "eventos relevantes" la Superintendencia entienda actos concluidos que tengan carácter obligatorio como son las promesas de contrato de compraventa de acciones o los acuerdos vinculantes de fusión, o si, por el contrario, incluye los actos previos o preparatorios que pueden llegar o no a resultar en una transacción.
2. No obstante lo anterior, es claro que la norma sí abre la posibilidad de no publicar esos eventos relevantes si se le informa a la Su-

perintendencia Financiera y se justifica que con la publicación de los mismos se puede ver afectado el desarrollo normal de las negociaciones y se garantice que la información sobre las mismas puede mantenerse en plena confidencialidad. En este caso, la ley exige que el emisor le envíe a la Superintendencia una lista de las personas que están en poder de información privilegiada con respecto a la operación en marcha precisamente para que la entidad pueda verificar en cualquier momento que dichas personas no hagan uso de la misma, bien sea realizando operaciones en el mercado o transmitiendo la información a un tercero para que realice dichas operaciones. Ahora, si dicha confidencialidad se permea y aparecen filtraciones--lo cual en el caso colombiano ocurre muy a menudo y normalmente se traduce en bruscas oscilaciones de la correspondiente acción que comienza a reflejarse en el mercado, producto de rumores--entonces es necesario revelar al mercado la información que se mantenía secreta.

C. LAS SANCIONES POR EL USO INDEBIDO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

Bajo la ley colombiana, las sanciones por el uso de información privilegiada pueden ser de carácter administrativo así como de carácter penal.

Desde el punto de vista administrativo, la sanción que en su momento estableció la Ley 45 de 1990 era de multas sucesivas hasta por cinco millones de pesos o hasta por un monto igual al valor de la operación realizada si este último fuere superior a cinco millones de pesos (en todo caso, ajustables por inflación desde el año 1990). Así mismo, la norma dispuso que para efectos de determinar la sanción debiera tenerse en cuenta la gravedad de la infracción y/o el beneficio pecuniario obtenido. Esta sanción era la prevista en el literal a) del artículo 6 de la Ley 27 de 1990.

Es de anotar que este artículo fue derogado expresamente por el artículo 75 de la Ley 964 de 2005.

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." Por su parte, el artículo 50 contempla como infracciones al mercado: en el literal e), el incumplir las normas sobre información privilegiada, o utilizar o divulgar indebidamente información sujeta a reserva; y en el numeral g), prevé igualmente como infracción el "no divulgar en forma veraz, oportuna, completa o suficiente información que pudiese afectar las decisiones de los accionistas en la respectiva asamblea o que, por su importancia, pudiera afectar la colocación de valores, su cotización en el mercado o la decisión de los inversionistas de vender, comprar o mantener dichos valores".

De acuerdo con la Ley 964 de 2005, la sanción máxima que se puede imponer a una persona natural por utilizar información privilegiada para el año 2007 asciende a \$144.8 millones de pesos. 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 de pesos.

Adicionalmente, si la conducta tipifica el delito de uso indebido de información privilegiada, al que nos referiremos más adelante, éste daría lugar a otra multa, la cual puede llegar a ser hasta de 1000 salarios mínimos mensuales legales vigentes, (aproximadamente 461,5 millo-

nes de pesos de hoy) tomando en consideración los ingresos percibidos por el autor del delito. Las anteriores multas pueden no constituir una medida disuasiva adecuada frente a las ganancias indebidas que en un momento determinado puede obtener quien incurre en esta práctica e igualmente pueden no resultar significativas ni proporcionadas frente al daño causado al mercado en general y a quienes en él participan.

Ahora, si bien uno de los aspectos a tener en cuenta son las sanciones pecuniarias que puede imponer el Estado a quienes utilicen indebidamente información privilegiada en el mercado de valores, también debe considerarse como factor a analizar aquello que pueden hacer las víctimas de dicho uso de información privilegiada. En primer término, es necesario identificar cuáles son las víctimas. En los Estados Unidos la interpretación judicial ha podido identificar tres clases de víctimas: (i) la compañía de la cual se sustrae la información para hacer ganancias personales por parte de quien utiliza la información privilegiada también conocido como "iniciado"; (ii) las personas que hacen de contraparte del iniciado, esto es, quien le vende acciones o valores al iniciado cuando éste compra con base en información privilegiada o quien le compra títulos cuando el iniciado está vendiendo en el mercado, y finalmente; (iii) la evolución jurisprudencial también ha llegado a la conclusión de que no sólo quien hace de contraparte es víctima del uso de información privilegiada sino que, en general, lo serían todas las personas que intervengan en el mercado ejerciendo una posición contraria a la del iniciado durante el lapso que comienza en el momento en que éste hace la primera operación con base en información privilegiada hasta el momento en que la información se convierte en pública. Bajo esta concepción se entiende que, cuando se actúa con base en información privilegiada, el engañado es todo el mercado que sigue la tendencia contraria a la del iniciado.

En el caso colombiano creemos que fácilmente pueden identificarse como víctimas tanto a la compañía de la cual se sustrae la información, así como a todas las personas que hacen directamente la contrapartida al iniciado, pues todas resultan ser víctimas directas de su actuar. Más discutible resulta aplicar la teoría conforme a la cual igualmente son víctimas indirectas todas las personas que durante el tiempo en que el iniciado comenzó a actuar, y hasta el momento en que la información deviene pública, actuaron en la posición contraria al iniciado. El razonamiento para incluir dentro del grupo de víctimas a estos últimos sería el siguiente:

1. La normatividad del mercado de valores en su conjunto está encaminada a garantizar que el precio de un título específico en el mercado de valores, en un determinado momento, sea un precio justo, producto del libre juego de la oferta y la demanda, y que se establezca con igualdad de información por parte de todos los participantes en el mercado.
2. Cuando el iniciado, con base en información privilegiada, presenta una postura de compra y logra que alguien le venda, éste está engañando no sólo a quien es su contraparte sino a todo el mercado, el cual piensa que esa tendencia es plenamente legítima y procede igualmente a vender sus títulos.
3. Las operaciones precedentes y las tendencias que se forman, son los criterios de información más importantes con base en los cuales las personas actúan en el mercado y, si esas operaciones precedentes y/o tendencias se encuentran "contaminadas" por uso indebido de información privilegiada, evidentemente ha habido un engaño para quienes tuvieron aquéllas en cuenta y se vieron influenciados por las mismas en sus decisiones de inversión.
4. El iniciado está actuando en contravención de una norma administrativa o en contravención del código penal y, por consiguiente, está

obligado a indemnizar el daño a todo aquel a quien se lo haya causado.

5. Uno de los fundamentos legales para reclamar la indemnización sería el artículo 2341 del Código Civil conforme al cual: " 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 imponga por la culpa o el delito cometido".

Como es normal que en esta clase de conductas el número de víctimas sea considerable, creemos que la vía procesal más expedita para solicitar una indemnización en el caso de uso indebido de información privilegiada sería la acción de grupo o de clase prevista en la Ley 472 de 1998, la cual, en su artículo 3, se define de la siguiente manera:

Acciones de grupo. Son aquellas acciones interpuestas por un número plural o un conjunto de personas que reúnen condiciones uniformes respecto de una misma causa que originó perjuicios individuales para dichas personas. Las condiciones uniformes deben tener también lugar respecto de todos los elementos que configuran la responsabilidad. La acción de grupo se ejercerá exclusivamente para obtener el reconocimiento y pago de indemnización de los perjuicios. El grupo estará integrado al menos por veinte (20) personas.

D. OTRA DEFINICIÓN ADMINISTRATIVA DE USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

La Superintendencia de Valores al expedir la Resolución 1200 de 1995 decidió establecer una nueva noción de la información privilegiada. Fue así como en el Art. 1.1.1.1. de la Resolución 1200 de 1995, dispuso:

Se considera información privilegiada aquella que está sujeta a reserva así como la que no ha sido dada a conocer al público existiendo deber para ello. Así mismo, de conformidad

con el artículo 75 de la Ley 45 de 1990 y sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 27 de la Ley 190 de 1995, se entenderá que es privilegiada aquella información de carácter concreto que no ha sido dada a conocer del público y que de haberlo sido la habría tenido en cuenta un inversionista medianamente diligente y prudente al negociar los respectivos valores.

Con respecto a la norma transcrita vale la pena hacer los siguientes comentarios:

1. Introduce una noción más amplia y diferente a la contemplada en la ley.
2. En efecto, adicional a la noción legal ya vista, contempla como información privilegiada: (i) cualquier información que esté sujeta a reserva y (ii) cualquier información que por disposición legal debe darse a conocer al público y aún no se ha hecho pública.
3. Nótese como en estos dos casos adicionales poco importa saber que hubiera hecho un inversionista medianamente prudente en posesión de la información, esto es, si la habría o no tenido en cuenta al momento de negociar los valores, porque aquí ese análisis ya no es requerido.
4. Ni siquiera se exige que la información deba tener alguna relación con el mercado de valores pues basta con que esté sujeta a reserva.
5. Es decir que la Superintendencia de Valores "empaqueta" como si fuera una sola cosa dos conductas bastante diferentes y con efectos también totalmente distintos: Una cosa es violar la reserva a que están sujetos los intermediarios de valores, asunto que ciertamente debe ser castigado y en donde se está amparando o protegiendo a quien tenía el derecho a que dicha reserva se mantuviera, y otra bien diferente y con consecuencias directas en todos los inversionistas, es el utilizar inde-

bidamente información privilegiada para realizar operaciones en el mercado de valores.

6. Realmente no encontramos ninguna necesidad o justificación que explique la razón por la cual la Superintendencia decidió redefinir la conducta de uso de información privilegiada si tenemos en cuenta que:

a. La disposición legal es suficientemente clara y abarca las tres conductas en que puede incurrir un intermediario, como lo son: i) el usar información privilegiada para realizar directamente operaciones en el mercado; ii) el transmitirle dicha información a un tercero para que las realice, o iii) el dar consejo a un tercero para realizar operaciones en el mercado con base en información privilegiada.

b. No puede en forma alguna afirmar la Superintendencia que la disposición legal se había quedado corta o inservible frente al tema, pues, en la fecha de expedición de la misma, en 1995, la entidad no había iniciado y menos sancionado a persona alguna en el mercado de valores por la conducta que se examina.

E. LA TIPIFICACIÓN PENAL DEL USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

El artículo 258 del Código Penal dispone:

"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 (...)."

Como puede verse, esta primera parte del tipo penal nada tiene que ver con el uso de información privilegiada en el mercado de valores, tal y

como lo hemos analizado, pues cobija únicamente a unos sujetos calificados, y prohíbe el uso indebido de información en términos generales, esto es, con propósitos diferentes a realizar operaciones en el mercado de valores, como serían los casos, por ejemplo, de conocer los secretos de un competidor o de poder ganar fraudulentamente una licitación pública, entre otros.

En la segunda parte, la citada norma señala:

"En la misma pena incurrirá el que utilice información conocida por razón de su profesión u oficio, para obtener para sí o para un tercero, provecho mediante la negociación de determinada acción, valor o instrumento registrado en el registro nacional de valores, siempre que dicha información no sea de conocimiento público".

Si bien este apartado de la norma sí tiene relación directa con el mercado de valores, la misma presenta los siguientes problemas:

1. No tiene en cuenta la definición legal de uso de información privilegiada que para efectos del mercado de valores consagra la Ley 45 de 1990, ni los elementos que tipifica la misma a saber: (i) La información sea de carácter concreto, (ii) que no sea pública y (iii) que de ser pública, habría sido tenida en cuenta por un inversionista medianamente diligente y prudente al momento de negociar los valores.
2. Exige que a la información se haya tenido acceso por razón de su profesión u oficio, lo cual significa que queda por fuera del tipo penal toda la información que le puede llegar a una persona relacionada con el mercado de valores, sin que tenga nada que ver con su profesión u oficio. Es el caso del "tepee", o sea quien recibe una información privilegiada de otra fuente y la usa, llámese amigo, esposa, u otro relacionado con quien tuvo acceso directo a la información.

3. Se presenta el absurdo de que comete el delito quien saca la información de la compañía por razón de su oficio pero no quien efectivamente la utiliza. Esta situación es totalmente contraria a la doctrina predominante en los Estados Unidos. En efecto, el precedente del caso *Texas Gulf Sulphur*, para sólo citar uno, estableció que una persona que pasa una información de adentro a otra persona que realiza una transacción es tan culpable y tan responsable como la persona que la utiliza para su propio beneficio. Asimismo, en el caso *Investors Management* se estableció la responsabilidad indirecta para el "tepee", es decir, quien recibe y utiliza la información, no importa cuantos links o lazos existan en la cadena de información.

Por otra parte, en nuestro criterio, este divorcio entre la prohibición de uso indebido de información privilegiada para efectos administrativos frente a la tipificación penal, conlleva los siguientes problemas:

1. Consideramos que, resulta a todas luces incomprensible el que un delito propio del mercado de valores no sea nutrido por el derecho bursátil ni sus principios y desarrollo, tipificándose como si el mismo se tratara de una conducta completamente extraña al derecho bursátil como tal.
2. La norma deja de lado la larga experiencia casuística y jurisprudencial que ha ocurrido alrededor del mundo para reprimir el uso de información privilegiada al no tomar los elementos que en la gran mayoría de legislaciones son característicos o típicos del uso de información privilegiada.
3. Asimismo, la tipificación citada impide la muy conveniente, sana y enriquecedora retroalimentación entre el pensamiento de las autoridades administrativas (Superintendencia Financiera y Autorregulador del Mercado de Valores) y el pensamiento y criterio de los

jueces y magistrados de la República sobre la misma materia.

4. Por último, dicha disposición crea situaciones absurdas como, por ejemplo, el que una persona sea sancionada por las entidades administrativas por el uso de información privilegiada pero que ello, al mismo tiempo, no constituya delito o viceversa, lo cual no se compadece con la *sindéresis* legislativa ni con el loable propósito de reprimir efectivamente esta clase de prácticas lesivas para el mercado y los inversionistas.

F. CASOS PRÁCTICOS DE USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN COLOMBIA

SUPERINTENDENCIA FINANCIERA

Desde la expedición de la Ley 45 de 1990 hasta nuestros días, solamente pudimos encontrar un caso sobre uso indebido de información privilegiada efectivamente sancionado por la Superintendencia Financiera de Colombia. Se trata de la sanción impuesta a una firma comisionista de bolsa mediante resoluciones 01316 del 1 de agosto de 2006 y 0874 del 13 de junio de 2007.

Conforme a los cargos, la firma comisionista sancionada realizó operaciones de compra y venta de valores durante los meses de julio, agosto y septiembre de 2003 teniendo en cuenta para su realización información privilegiada consistente en el dato de inflación (IPC) cuando el mismo no había sido publicado de forma oficial. Se señala que el dato del IPC para el mes de julio del año 2003 fue calculado por el DANE el 5 de agosto a las 11:03:32 a.m. y dado a conocer al público a las 3:00:00 p.m. del mismo día y el de agosto fue calculado el día 5 de septiembre a las 10:31:36 a.m. y divulgado al público a las 2:30:00 p.m.

La firma comisionista fue sancionada por: (i) Realizar operaciones por cuenta propia con base

en información privilegiada; (ii) suministrar a terceros la información privilegiada, y; (iii) dar asesoría o consejo a terceros con base igualmente en información privilegiada. Por cada uno de esos hechos se le impuso una multa de \$ 38.950.236 pesos que, al decir de la Superintendencia, era la máxima que se podía imponer en dicho momento.

Dentro de los argumentos de la defensa, al recurrir la resolución de sanción, vale la pena destacar los siguientes:

1. La conducta por la cual es sancionada su representada nunca ha sido objeto de sanción por parte del Estado, aduciendo que, "sin duda, la falta de investigaciones y procesos sancionatorios por la violación a las normas que prohíben el uso de información privilegiada no se debe a que el mercado colombiano, a diferencia del resto del mundo, estuviese "libre de pecados". Este argumento llama mucho la atención, pues podría ser entendido como un reclamo o un pedido del apoderado señalando que como esas prácticas nunca eran sancionadas, tampoco debía imponerse sanción a su representada.
2. La defensa afirma que muy seguramente el problema radica en la carencia de pruebas que permitieran iniciar los respectivos procesos, teniendo en cuenta que se trata de una conducta muy fácil de suponer, pero extremadamente difícil de probar.
3. El apoderado de la defensa señala que el único sancionado resultó ser la firma comisionista por él representada y algunos funcionarios vinculados a la misma, cuando era evidente que otros intermediarios conocieron y negociaron con base en la misma información sin que se hubiere investigado o sancionado a esos terceros. Es de recalcar que la Superintendencia le da la razón al memorialista, al reconocer que son muy pocos los casos en los cuales se hayan impuesto sanciones adminis-

trativas o penales con ocasión de la conducta de uso y suministro de información privilegiada y brindar consejo con base en ella, pero advierte que no obstante ello, sus esfuerzos se enfilan a reprimir y castigar dicha conducta. Igualmente manifiesta que efectivamente por los mismos hechos investigó a otros intermediarios del mercado, y a otros agentes del sistema financiero, investigación que no concluyó con imputaciones o sanciones por falta de material probatorio que acreditara la infracción.

4. Otro punto de discusión consistió en que la firma comisionista alegó que no existía una sola prueba, ni siquiera un indicio que demostrara cuál era la fuente de la información de la cual disponía la sociedad comisionista y menos que demostrara que dicha fuente de información fuera fiable. Sobre dicho punto la Superintendencia concluyó que no era necesario dentro de la actuación administrativa entrar a probar o examinar cuál era la fuente de la información, pues ese requisito no es exigido por la norma que reprime el uso de información privilegiada. Al respecto señala "sobre este particular, vale la pena recalcar que como bien se expuso anteriormente, la fuente y la fiabilidad de la información no son considerados por la normatividad colombiana como elementos constitutivos del concepto de información privilegiada y, por lo tanto, el hecho de que un operador del mercado haga uso de la misma en la modalidades de utilización, suministro y aconsejo (sic) constituyen una infracción a la transparencia, seguridad e igualdad del mercado público de valores colombiano".
5. Asimismo, surgió debate en tanto que la firma comisionista afirmó que la información que poseía no supuso ventaja alguna respecto a los demás participantes en el mercado, pues según ésta, el dato perdió toda relevancia, a tal punto que un inversionista prudente

y diligente no habría celebrado operaciones basado en esa información. Sobre este señalamiento la Superintendencia manifestó que el IPC constituye una información concreta y de carácter reservado hasta tanto el dato es revelado por el DANE al público en general y que, adicionalmente, el IPC tiene una incidencia directa en la conformación de los precios de algunos valores, en especial los de deuda pública, de tal manera que siempre habrá de ser tenido en cuenta por un inversionista diligente y prudente al realizar operaciones de compra y venta sobre tales títulos. Señala que para esa Superintendencia es claro que la firma comisionista, al poseer información privilegiada, sí ingresó al mercado con ventaja, pues al tener acceso a ella, se privilegió con unos datos que le garantizaron todas la posibilidades de éxito en las operaciones que realizó en su posición propia durante esos días, como evidentemente sucedió en el caso bajo estudio.

CÁMARA DISCIPLINARIA DE LA BOLSA DE BOGOTÁ

Por otra parte, la Cámara Disciplinaria de la Bolsa de Bogotá, mediante Resoluciones No. 32, de marzo 27 de 1998, y 72 de septiembre 17 del mismo año, sancionó a una sociedad comisionista y a uno de sus representantes legales por uso de información privilegiada.

En este caso, la firma comisionista adquirió la calidad de accionista de una institución financiera (en adelante la financiera A), ante el incumplimiento de unas operaciones repo. El 4 de septiembre de 1997 se celebró una asamblea general ordinaria de accionistas de la financiera A en la cual se informó de una capitalización ordenada por la Superintendencia Bancaria de \$7.300 millones para afrontar los problemas de la entidad, capitalización que debía cumplirse a más tardar el día 10 de septiembre de 1997, así como la posible intención de una fusión con la financiera B (que dejaría sin efectos la orden

de capitalización). Existen pruebas de que un representante de la firma comisionista asistió a la asamblea de la financiera A, fue comisionado para aprobar el acta correspondiente y que, además, mencionó dichos temas en la Junta Directiva siguiente de la comisionista. La entidad financiera A no informó al mercado que había recibido una orden de capitalización de la Superintendencia Bancaria, no obstante tratarse de una información eventual que tenía gran materialidad para los inversionistas, pues en caso de no cumplirse con dicha orden, la sociedad sería intervenida por la Superintendencia bajo la figura de toma de posesión para liquidación, lo que efectivamente sucedió el día 21 de noviembre de 1997, según se desprende de las resoluciones expedidas por la Cámara Disciplinaria. El 22 de septiembre de 1997 la comisionista a través de su representante celebró las siguientes operaciones sobre 205.433.366 nominales de CDT de la financiera A: i) La entidad pública X vendió el título a la comisionista en la suma de \$192.500.560,00 y a una tasa de 35.0435%, y; ii) La comisionista vendió a la asociación privada Z el mismo título en \$195.399.762,00 con rentabilidad del 26.031% y obteniendo una utilidad de \$2.899.202,00, según la respectiva resolución.

El representante de la comisionista le habría dicho a la entidad pública X que había llegado la hora de vender, a fin de realizar este negocio. Asimismo, el representante de la comisionista le recomendó la inversión a la asociación privada Z por cuanto la financiera A estaba en un proceso de fusión y esto haría que la orden de capitalización fuera revocada o no fuera necesaria. Tanto la sociedad comisionista como su representante legal fueron sancionados por violar los Art. 75 de la Ley 45 de 1990, y de los artículos 1.1.1.1, literal a, 1.1.3.1, literales e.1 y e.3, de la Resolución 1200 de 1995, sobre conocimiento y uso de información privilegiada en la medida en que el representante legal conocía un hecho concreto, que constituía información

privilegiada, como era la orden de capitalización y la posible fusión. Según la Cámara Disciplinaria, el representante legal no podía negociar con CDTs de la Financiera A porque la negociación implicaba automáticamente usar la información privilegiada que tenía sobre dicha entidad.

Igualmente, el representante legal de la firma fue sancionado por no revelar una información eventual que estaba en su poder, obligación establecida en la Circular Externa 12 de 1995, numeral 6, conforme al cual las firmas comisionistas "(...) cuando lleguen a conocer algún acto o hecho objeto de información eventual que no haya sido debidamente comunicado al mercado, deberán reportarlo en forma inmediata a la Superintendencia de Valores y a las Bolsas de Valores".

Es de señalar que, por las conductas anteriormente descritas, la Cámara de la Bolsa sancionó a la firma comisionista con una multa de quince millones de pesos y expulsó al Representante Legal de dicha firma comisionista.

Con respecto a esta sanción vale la pena hacer los siguientes comentarios:

1. Como lo manifestamos en aparte anterior de este escrito, en la gran mayoría de los casos en que se presenta uso de información privilegiada, es porque la sociedad emisora ha incumplido su deber de revelar información material al mercado.
2. La sociedad emisora, que era una institución financiera, había recibido una orden de capitalización desde mayo de 1997 y esa información no fue suministrada al mercado ni por los administradores de la entidad financiera ni por la Superintendencia Bancaria, que fue la entidad del Estado que la impartió, la cual tampoco tuvo a bien informarle de tal orden a la Superintendencia de Valores como órgano encargado de velar por el adecuado cumplimiento de las normas que regulan el mercado de valores.

Es decir que, los administradores de la institución financiera incumplieron flagrantemente su deber de informar al mercado un hecho material. Desconocemos si la Superintendencia de Valores sancionó ese hecho. Adicionalmente obró con gran negligencia la Superintendencia Bancaria al no comunicar tal hecho al público en general, pues, con tal omisión, unida a la conducta negligente de los administradores de la Financiera, causó un enorme perjuicio a todas las personas que invirtieron sus recursos en dicha entidad financiera o que adquirieron CDTs emitidos por la misma, al punto que posteriormente en noviembre la entidad fue intervenida para liquidarse por parte de la propia Superintendencia Bancaria.

AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES Y BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA

Finalmente, existe otro caso sancionado por el órgano Autorregulador del Mercado de Valores, que concluyó en un Acuerdo de terminación anticipada de proceso disciplinario no. 2 del 1 de Abril de 2003, celebrado entre la BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA S.A. y un representante legal de la sociedad comisionista de bolsa involucrada.

Haciendo un recuento breve del caso, el día 23 de abril de 2001 las empresas B y C informaron a la Superintendencia de Valores que sus respectivas Juntas Directivas autorizaron a sus presidentes para llevar a cabo los estudios y trámites necesarios para adelantar una fusión entre las dos compañías y el 11 de julio siguiente ambas compañías citaron para una asamblea general de accionistas a celebrarse el 31 de julio en aras de aprobar la fusión, y adicionalmente, el mismo 11 de julio, pusieron a disposición de todos los accionistas los documentos necesarios para aprobar la fusión, incluida la relación de intercambio. Es decir que, desde esa misma fecha, todos los accionistas de ambas compañías podían saber cuál era la re-

lación de intercambio. Sólo hasta el 25 de julio, a través de diferentes medios de comunicación, los presidentes de ambas compañías informaron al mercado en general que la relación de intercambio era de 6.6 acciones de la empresa B por una acción de la empresa C.

Teniendo en cuenta los hechos anteriormente descritos, la BVC estableció que el precio de las acciones de la empresa C experimentó un alza de \$36,50 a \$59,20, esto es del 62.19%, entre el 13 y el 24 de julio de 2001, no obstante que dicha acción se encontraba clasificada en la época como de baja bursatilidad. Una sociedad comisionista compró para un inversionista (en adelante se denominará el inversionista A) 3.426.574 acciones de la empresa C por \$141.782.213,00. El 83% del total adquirido se transó el 13 de julio de 2001 y la acción fue objeto de suspensión al alza para liberación de precio por parte de la comisionista el 25 de julio. Las primeras operaciones que realizó el inversionista A con acciones de la empresa C fueron el 13 de julio de 2001, las cuales además fueron las primeras que realizó dicha comisionista sobre ese valor durante el 2001. En la conversación sostenida entre el comisionista y el inversionista A el 13 de julio, éste le dice al comisionista que está comprando porque le van a entregar 6,5 acciones de la empresa B por cada acción de la empresa C, como si estuviera comprando acciones de la empresa B a \$5,70, y que sabía porque había llamado al Secretario General de la compañía que era su amigo, quien le recomendó que comprara, pero le advirtió que nadie sabía eso. Entre los comentarios, el cliente le pregunta al comisionista si cree que hizo una estupidez porque todo el mercado salió a venderle y éste le responde que no es así, precisamente porque él está "dateado" y el mercado no.

El órgano autorregulador del mercado (AMV) consideró que el comisionista violó la prohibición de uso de información privilegiada contenida en el Art. 75 de la Ley 45 de 1990, y de los

artículos 1.1.1.1, literal a, 1.1.3.1 y literal e.1 de la Resolución 1200 de 1995. Dentro del razonamiento que lo lleva a dicha conclusión, vale la pena destacar:

Para el AMV si bien la relación de intercambio podía ser conocida por todos los accionistas de las compañías, por numerosos que ellos fueran, desde el día de citación a la asamblea, esto es, el 11 de julio, dicha información seguía teniendo carácter reservado por cuanto no la conocía el público en general sino sólo un sector de éste (o sea, los accionistas de ambas compañías).

La relación de intercambio era una hecho material y ha debido ser revelada por ambas compañías tan pronto la definieron en su proyecto de fusión a título de información eventual, esto es, el mismo 11 de julio pero sólo lo hicieron público el día 25 de ese mes.

Igualmente, el comisionista ha debido, en cumplimiento de la obligación de que trata el artículo 1.1.3.1, literal a) de la Resolución 1200 de 1995, expedida por la Superintendencia de Valores, revelar al mercado la información privilegiada, tan pronto le fue suministrada por su cliente.

Entre el AMV y el investigado se llegó a un acuerdo anticipado de proceso disciplinario en el cual se acordó como sanción la suspensión de actividades del funcionario que representaba a la firma comisionista por un año, más la imposición de la multa máxima como persona natural de 28.600.000 de pesos, equivalentes a 100 salarios mínimos mensuales vigentes del momento.

Consideramos que el caso envuelve una gran injusticia por las siguientes razones:

Compartimos plenamente el raciocinio del AMV en el sentido de que la relación de intercambio de una fusión es un hecho material que debe ser revelado al mercado tan pronto se produce. Como la Superintendencia de Valores tuvo conocimiento de la citación a las asambleas desde el 11 de julio, era esa entidad la llamada a obli-

gar a las sociedades que pretendían fusionarse a revelar la relación de intercambio desde ese momento, no sólo para hacer cumplir la ley en materia de revelación de información eventual, sino para proteger al público en general. Todo parece indicar que mantuvo una posición totalmente pasiva.

Si alguien ha podido resultar investigado y eventualmente sancionado, debieron ser los representantes legales o administradores de las sociedades en comento, al no revelar como eventual una información material para el mercado de valores en general.

No conocemos de ninguna sanción impuesta al inversionista A por parte de la Superintendencia de Valores por el uso indebido y aprovechamiento de información privilegiada, como tampoco a la persona que trabajaba en alguna de las compañías y que supuestamente le transmitió la información, cuando es evidente que sí existían pruebas en su contra.

Este es un típico caso de revelación selectiva de información (solamente a ciertas personas, como por ejemplo, accionistas o analistas, entre otros). Sobre el particular, la SEC, en Estados Unidos, para combatir el suministro selectivo de información, adoptó la Regulación FD (*Fair Disclosure*) que es descrita de la siguiente manera:

"La regulación prevé que cuando un emisor o una persona actuando en su nombre, revela material no público a ciertas personas enumeradas (en general profesionales del mercado de valores o propietarios de valores que pueden negociarlos con base en dicha información), debe hacer una revelación pública de dicha información. El tiempo en que es requerido hacer esa revelación pública, depende de si la información selectiva suministrada fue intencional o no intencional; para una información intencional el emisor debe hacer pública revelación simultáneamente; para una no-intencional revelación, el emisor debe hacerla pública lo

más rápido posible. Bajo esta regulación, el requerimiento de revelación pública puede ser hecho llenando o suministrando la forma 8-k o por cualquier otro método o combinación de métodos que estén razonablemente diseñados para producir un amplio efecto de manera no exclusiva y sean distribuidos entre el público en general."¹⁴

14 SODERQUIST, Larry D. Op cit, sección 12-34.

CONCLUSIONES

La exposición que a lo largo de este escrito hemos hecho nos permite extraer las siguientes conclusiones:

1. La Ley 45 de 1990 contiene unos elementos muy claros que corresponden a estándares internacionales sobre uso de información privilegiada en el mercado de valores y sin siquiera aplicarla por una sola vez en algún caso concreto, la Superintendencia de Valores, mediante la Resolución 1200 de 1995, expidió una nueva definición que viene a confundir la figura con la simple violación de reserva (asunto diferente al tratado o que desconoce los elementos tradicionales que caracterizan la figura).
2. Para empeorar, la tipificación del delito de uso de información privilegiada no se nutre ni de las fuentes ni de la experiencia del derecho bursátil nacional ni menos internacional.
3. La sanción administrativa que contemplaba la Ley 45 de 1990, conforme a la cual la multa podía ascender hasta el monto de la operación, fue severamente limitada por la Ley 964 de 1995. De esta forma, en un momento dado puede resultar mucho más rentable incurrir en la conducta prohibida y asumir la posible sanción, frente al beneficio económico que se pueda obtener de utilizar información privilegiada.
4. Es más, mientras que en materia penal colombiana esta práctica solamente es sancionada con multa, en los Estados Unidos, con la expedición de la Ley *Sarbanes – Oxley* en el año 2002 se prevén penas de prisión hasta de 25 años, aparte de la imposición de la sanción pecuniaria, a quien cometa fraude en el mercado de valores, y precisamente, dentro del concepto de fraude se encuentra el uso indebido de información privilegiada.
5. El tener tres definiciones de uso de información privilegiada, dos para efectos administrativos y una para efectos penales, impide crear una línea jurisprudencial unificada y consistente que dé los lineamientos de la prohibición.
6. El que solamente exista una sanción impuesta por la Superintendencia Financiera por uso de información privilegiada—además de los casos mencionados de la Cámara Disciplinaria de la Bolsa de Bogotá y del AMV—y el hecho de que hasta la fecha, esta entidad nunca haya aplicado sanciones en negociaciones sobre acciones, nos infunde ya sea, o una gran alegría o, una gran preocupación. O bien estamos en un país de ángeles en donde el mercado está libre de esta práctica o, por el contrario, en Colombia no se sanciona el uso indebido de información privilegiada, no obstante que el mismo constituye tal vez la mayor de las infracciones que pueden cometerse en un mercado de valores por las injustas ganancias que ello genera para quienes protagonizan dicha conducta y las ingentes pérdidas que ocasionan a las víctimas inocentes de las mismas que generalmente lo son los medianos y pequeños inversionistas, o accionistas minoritarios de nuestras sociedades anónimas.
7. Es necesario que las autoridades reflexionen sobre si la vía óptima para lograr un mercado de valores transparente y confiable consiste, como parece ser que lo han entendido hasta la fecha, en expedir disposiciones casi a diario o en reformar la ley estructural del mercado de valores con relativa frecuencia, para contar con una extensa normatividad, no siempre armónica ni necesaria, y la gran mayoría de las veces inaplicada, o si, por el contrario, dicha meta se lograría en forma más eficiente, haciendo respetar efectivamente las reglas fundamentales del mercado de valores dentro de las cuales, obviamente, se incluye el impedir, o en su caso, el sancionar ejemplarmente y en proporción al perjuicio ocasionado, el uso indebido de información privilegiada.