Tráfico De Información En El Mercado De Valores

Autor

Laura Bonilla Zapata

Trabajo de grado presentado para optar por el título de Especialista en Derecho Comercial

Asesor

David Villa Uribe, Magister en Derecho Privado

Universidad Autónoma Latinoamericana (UNAULA)

Facultad de Derecho

Especialización en Derecho Comercial

Medellín, Antioquia, Colombia

2022

TRÁFICO DE INFORMACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES

"Nadie tiene ni idea de si la bolsa va a subir, va a bajar, va a ir de lado o en círculos." – Mark Hanna

El mundo de la economía no solo gira alrededor de la creación de empresas, las alianzas empresariales, los contratos, la producción o el dinero, este es un universo tan complejo que requiere de la creación de autoridades que vigilen su correcto funcionamiento, ya que la estabilidad del sistema económico se refleja en la calidad de vida de una sociedad.

Es por esa relación economía-persona, ya sea natural[1] o jurídica[2], que el presente escrito desarrolló un aspecto que es fundamental en el mercado, consistente en el análisis del *insider trading* como conducta que desequilibra el mercado de valores, agrede la confianza de los inversores y atenta contra el derecho a la libre competencia.

Por ende, esta monografía se desarrolló en tres capítulos que indagan sobre el *insider trading* haciendo un recorrido histórico, legal y jurisprudencia. El primer capítulo explica el sistema financiero enfocando su desarrollo en el mercado de valores como un sector susceptible a los eventos del día a día. El segundo capítulo centró su desarrollo en el ámbito histórico y jurídico de la figura del *insider trading* como conducta que afecta el mercado de valores, visto desde el derecho de los Estados Unidos de América y el derecho de la República de Colombia. Este capítulo plasmó las diferencias entre ambos ordenamientos

[1] Artículo 74. "Son personas todos los individuos de la especie humana, cualquiera que sea su edad, sexo, estirpe o condición". (Ley 84, 1873, art. 74)
[2] Artículo 633. "Se llama persona jurídica, una persona ficticia, capaz de ejercer derechos y contraer obligaciones civiles, y de ser representada judicial y extrajudicialmente". (Ley 84, 1873, art. 633)

jurídicos a través de la exposición de las reglas de cada país, además de los casos más reconocidos en cada uno de ellos.

El tercero capítulo se enfocó en el estudio constitucional, jurisprudencial y económico del modelo de mercado colombiano, el cual, a través de la Constitución Política de 1991, en su artículo 333, busca una economía libre que permita el crecimiento del país. Esta libertad económica, desarrolla una serie de derechos dentro de los cuales se destaca la iniciativa privada y la libre competencia, y es este último, el enfoque esencial de la presente monografía, debido a que el *insider trading* afecta indirecta y directamente el derecho fundamental a la libre competencia, el cual la Corte Constitucional define como un derecho individual y a la vez colectivo, cuyo fin es dar lugar a la competencia real, libre y no falseada, debido a que de esta manera el lucro que obtiene el empresario puede generar beneficios para quien consume sus bienes o servicios (Sentencia C-228, 2010).

Al estudiar en este tercer capítulo el *insider trading* desde la perspectiva de nuestro modelo económico, es posible afirmar que su regulación se traduce en el cumplimiento de los objetivos del modelo económico constitucional, que más que permitir que la libertad sea un derecho en el ejercicio de la actividad económica, busca proteger el interés común de toda sociedad, y ello solo se logra con la imposición de límites a aquellos sujetos que transgredan los derechos de otros durante su ejercicio en la industria.

Por último, el cuarto capítulo de la monografía reúne el análisis y estudio realizado en los primeros tres capítulos para brindar una conclusión acerca de la importancia de la regulación del *insider trading* en Colombia.

CAPÍTULO 1

TRÁFICO DE INFORMACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES

EL SISTEMA FINANCIERO Y EL MERCADO DE VALORES

El Sistema Financiero está constituido por una serie de instituciones que se encargan de ofrecer un espacio para la ejecución de operaciones -ya sean físicas o virtuales- poniendo en contacto a los oferentes y compradores (Méndez, 2011). Este sistema financiero se encuentra conformado por un mercado bancario y un mercado de valores.

El mercado bancario está compuesto por instituciones -corporaciones, bancos, cooperativas, etc.- que se encargan de captar recursos del público con el objeto de realizar operaciones activas de crédito y operaciones neutras; en cambio, el mercado de valores se compone de los emisores de valores, inversionistas e intermediarios (Méndez, 2011).

El porcentaje de instituciones reguladas que vigilan e intervienen en el mercado de valores colombiano es bajo, lo que conlleva a que este sea susceptible a las condiciones inestables de la sociedad. Estas condiciones pueden ser de carácter geográfico, político, social y religioso, ya que la lucha social afecta directamente el funcionamiento del mercado, haciendo que las actividades comerciales de una persona natural o jurídica sufran cambios de manera inmediata sin estar preparados para ello.

La ironía de esta rama del sector financiero consiste en que tanto su fortaleza como debilidad radica en aquellos valores que son transados en las diferentes relaciones comerciales. Durante este intercambio de valores a través de la modalidad de compraventa de

valores -acciones, bonos, etc.- es donde el mercado de valores adquiere importancia, ya que es el método a través del cual los compradores de valores obtienen ganancias o pérdidas.

Las consecuencias de este flujo mercantil dependen de la estabilidad empresarial, de los sucesos que pueden afectar de manera positiva o negativa la misma. Y es en este punto donde el mercado puede considerarse frágil, ya que un rumor o la simple infiltración de información privilegiada puede llevar a que el valor de aquellas acciones se vea afectado.

Los rumores deben entenderse como aquella información no oficial que puede ser cierta o inventada, y que se propaga rápidamente entre las personas (Cambridge, s.f.), y la información privilegiada debe de comprenderse como aquella a la cual solo tienen acceso determinadas personas en razón a su labor o cargo (Albán, 2017). La información privilegiada se caracteriza por proteger el flujo adecuado de información y la transparencia del mercado, además, esta es objeto de reserva debido a que la misma puede ser utilizada para la obtención de un beneficio propio o para un tercero. Y son estos dos conceptos los que influyen en el flujo del mercado de valores, ya que la divulgación de rumores o información privilegiada puede representar la valorización o desvalorización de unas acciones, por ello, se considera fundamental estudiar la incidencia de las acciones que van encaminadas a la propagación o difusión de información privilegiada.

CAPÍTULO 2

ORIGEN Y REGLAMENTACIÓN DEL *INSIDER TRADING*

Ante el *Crack* de 1929 en los Estados Unidos, la administración de Franklin D. Roosevelt creó el *Securities Exchange Act of* 1933 que fue la primera norma Federal en regular el mercado de acciones y, posteriormente, expidieron *el Securities Exchange Act of* 1934, el cual dio origen la *Securities and Exchange Commission* -SEC- entidad encargada de velar por la justicia y confianza de los inversores. (Kenton, 2020)

Esta entidad tipificó los actos que afectan el mercado de valores, entre ellos, el *insider trading*; concepto que la SEC define como "*El uso ilegal de información privilegiada en la actividad compra o venta de un valor violentando una relación de confianza o un deber que recae sobre información privada"* (SEC, s.f.). Esta entidad puede compararse con el Autorregulador del Mercado de Valores -AMV-, entidad encargada estudiar las actividades del mercado colombiano; la cual fue constituida en el año 2006 para cumplir funciones normativas, de supervisión y disciplinarias -Ley 964, 2005, art. 24-, conforme a los lineamientos planteados por la Superintendencia Financiera.

El gobierno de Estado Unidos de América fue el primer país en reglamentar figuras como el *insider trading* -uso ilegal de información privilegiada-, con la intención de evitar situaciones que conlleven a crisis económicas que afectan no solo el mercado, sino también, la estabilidad social (Tovar, 2002). Esta regulación se fue desarrollando cada vez más, por ejemplo, la regla 10.b.5-1 of *the Code of Federal Regulations* le permite al mercado la organización de un plan de comercialización de valores con su propia política de tráfico de información privilegiada, siempre y cuando respete los lineamientos de la información material no pública.

A esto, se le adiciona que a través del Título 15 del Código de Estados Unidos en su Capítulo 2B -*Securities Exchanges*- se determinaron las políticas que rodean el *insider trading*, además de las sanciones de carácter civil a las que aquellos que incurran en esta conducta tendrán que atenerse, pero no solo si estas prácticas afectan el comercio interno, sino que, además, reglamenta las prácticas en el comercio exterior.

La normativa norteamericana es tan completa, que además regula la venta y compra de acciones que realizan los directores, empleados y personas cercanas a los mismos, haciendo que estos declaren las operaciones realizadas para que la SEC les haga seguimiento con la intención de verificar que el origen de estas acciones comerciales no sea la posesión de información privilegiada de la sociedad.

Lo anterior, al ser comparada con las leyes colombianas, demuestra que la regulación colombiana es insuficiente para regular un mercado tan amplio, ello se evidencia en el hecho de que el legislador hizo referencia a la información privilegiada por primera vez en la Ley 45 de 1990[3], la cual tuvo como objeto expedir normas de intermediación financiera en el área de seguros.

La Ley 45 de 1990, en su capítulo segundo -De la competencia y la información- desarrolla las reglas de la competencia, sanciona los actos de competencia desleal y prohíbe el uso indebido de información privilegiada, específicamente en su artículo 75, el cual define la información privilegiada como aquel tipo de información que no se ha dado a conocer públicamente y, en caso de haberse hecho, el acto de publicación se hubiese realizado a través

[3] "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 6o de la Ley 27 de 1990…" (Ley 45, 1990, art. 75).

de una persona -inversionista- diligente y prudente en la negociación de valores (Ley 45, 1990, art. 75). Este artículo, cuenta además con la inserción de dos verbos rectores que configuran el uso indebido, estos verbos son “suministrar” y “aconsejar”, pues quien incurra en uno o ambos será sancionado conforme a la Ley 27 de 1990 que se encarga de regular las bolsas de valores, el mercado público de valores, los depósitos centralizados de valores y las acciones con dividendo preferencial.

Específicamente, el artículo 6° de la Ley 27 de 1990 fija dos tipos de sanciones de carácter pecuniario que la Comisión de Valores puede aplicar ante el incumplimiento de una decisión o una norma, y el monto de la multa será determinado por la gravedad de la infracción.

Posterior a la Ley 45 de 1990, se expidió el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero (Decreto-Ley 663 de 1993), el cual, en el capítulo 14 -Reglas relativas a la competencia y a la protección del consumidor- artículo 98 numeral 6, estipula la prohibición de los funcionarios que tienen acceso a información privilegiada realizar operaciones que generen un conflicto de intereses[4], so pena de aplicarse las sanciones correspondientes, las cuales estaban determinadas por las funciones conferidas a la Superintendencia Bancaria -ahora Superintendencia Financiera- sin crear nuevas sanciones aplicables a quienes incumplan la normativa que se encarga de regular la información privilegiada.

[4] Art. 98 numeral 6°: “Conflictos de interés. Dentro del giro de los negocios de las entidades vigiladas por la Superintendencia Bancaria, los directores, representantes legales, revisores fiscales y en general todo funcionario con acceso a información privilegiada tiene el deber legal de abstenerse de realizar cualquier operación que dé lugar a conflictos de interés. La Superintendencia Bancaria impondrá las sanciones a que haya lugar cuando se realicen operaciones que den lugar a conflicto de interés, de conformidad con el régimen general sancionatorio de su competencia. Así mismo, podrá establecer mecanismos a través de los cuales se subsane la situación de conflicto de interés, si a ello hubiere lugar. Adicionalmente, la Superintendencia Bancaria podrá calificar de manera general y previa la existencia de tales conflictos respecto de cualquier institución vigilada” (Decreto-Ley 663, 1993).

Estas tres normas referenciadas, limitan su desarrollo a la definición de un concepto, la estipulación de la aplicación de sanciones, pero no tienen un desarrollo a profundidad de las mismas, sus lineamientos o modalidades sancionatorias, ya que hasta ese momento las sanciones solo consideraban el componente económico. Además, estas tres disposiciones se limitaron a delegar la creación de mecanismos para la protección de la información a las juntas directivas a través del Decreto 2555 del 2010.

Ahora bien, este primer comparativo de las normas de vigilancia y control a las operaciones del mercado, permite observar cómo el legislador colombiano tiene aún un arduo trabajo por hacer, ya que el hecho de tipificar una conducta, pero no regularla completamente hace que la detección de la misma sea compleja.

¿Cómo puede una autoridad competente determinar si se incurre en el *insider trading*?

El ordenamiento jurídico de Estados Unidos estableció tres parámetros que podrían ayudar al abogado que representa los intereses del país -AUSA-. El primero, consiste en el seguimiento que hace la *Securities and Exchange Commission* -SEC- en las transacciones realizadas por los funcionarios, directores o miembros de la empresa que tienen acceso a un 10 % o más de información privilegiada de una empresa. Estas personas se caracterizan por tener un deber fiduciario -Chiarella v. United States, 445 U. S. 222- con la compañía, es decir, tienen un deber de cuidado que nace de la ley y el contrato laboral.

El segundo, consiste en que el abogado debe probar que la persona -*insider*- divulgó información material no pública, y, que, además, obtuvo ganancias por sí mismo o le permitió a un tercero -*Tippee*- acceder a estar ganancias mediante la divulgación de información -*Rule*

10b-5-[5]. Ante la existencia de un *Tippee*, un tercer parámetro es establecido, y consiste en que el abogado debe de probar durante el proceso judicial que el tercero conocía el hecho de que la información pertenecía a una empresa y no tenía el carácter de pública.

Estos tres parámetros de Estados Unidos permiten que el proceso de investigación e identificación de la conducta sean más fáciles, ya que el seguimiento previo permite inicialmente hacer hallazgos relevantes para iniciar una acción de carácter civil.

El sistema jurídico colombiano funciona diferente, ya que inicialmente enfocó su seguimiento al mercado de valores delegándole a las empresas la preparación de mecanismos y políticas que prevengan el uso de información privilegiada por parte de sus empleados -Ley 222 de 1995 y Decreto 2555 de 2010-. Posteriormente, el mercado de valores se vio en la necesidad de buscar un apoyo en esa función de seguimiento, es por ello que se creó la Autorreguladora del Mercado de Valores -AMV-, entidad que a través de sus políticas de cumplimiento, supervisión y disciplina atribuiría a la organización del mercado mediante la implementación de estrategias de seguimiento que permiten el análisis de los precios y tasas aplicadas en el mercado, usando un método de supervisión basada en riesgos, realizando visitas, pero teniendo como aliado principal el seguimiento interno de cada intermediario del mercado de valores.

Con el transcurso del tiempo, nuestro el legislador comenzó a desarrollar un poco más las reglas del mercado de valores, estipulando que las partes que han de ser objeto de investigación deben tener un rol, ya sea como intermediarios o como funcionario de la

[5] U.S. Supreme Court, Dirks v. SEC, 463 U.S. 646 (1983). No. 82-276, Argued March 21, 1983 and Decided July 1, 1983.

entidad[6]. Una vez establecido el rol de quien es investigado, se procedió a la tipificación de esta conducta, la cual se centró en cuatro verbos rectores (Albán, 2017):

1. Que se ***suministre*** a quienes no tienen derecho a acceder a ella.
2. Que se ***use*** con el fin de obtener provecho propio o de terceros.
3. Que la ***oculte*** maliciosamente en perjuicio de la sociedad o en beneficio propio o de terceros, lo cual supone usarla solo para sí y, por abstención, en perjuicio de la sociedad para estimular beneficio propio o de terceros.
4. Que se ***haga*** pública en un momento inapropiado.

Después de determinar el verbo rector en el cual el *insider* incurrió, se procede al análisis probatorio según el tipo de proceso y responsabilidad que se le quiera atribuir a la persona. Esto se debe a que, en tema de sanciones, Colombia tiene un espectro más amplio, toda vez que el uso de información privilegiada puede generar responsabilidad civil -Decreto 663 de 1993, art. 210 -, responsabilidad penal -Ley 599 del 2000, art. 250-, responsabilidad administrativa -EOSF, art. 72 y 209, y resolución 0745 del 16 de mayo del 2014- y, finalmente, responsabilidad disciplinaria -Reglamento de la AMV, art. 11-.

La modalidad de identificación de cada país es diferente y, en ambos casos, es complejo para la autoridad competente determinar si la conducta fue cometida o no, pero en el caso de los Estados Unidos existe una metodología que facilita la identificación temprana de este tipo de actos que afectan el mercado, y es que al obligar a los *insider* a declarar sus operaciones y con el seguimiento constante que realiza la SEC, existen más probabilidades de identificar de manera oportuna la actividad ilegal del *insider*.

[6] Artículo 2° Decreto 1565 de 2006.

A diferencia de Estados Unidos, que en los años treinta decidió investigar y crear políticas y mecanismos que le permitieran tener control sobre el mercado de valores, Colombia en los años noventa inició su investigación acerca del mercado de valores para comenzar a reglamentar prácticas como el *insider trading*.

A continuación, se podrá apreciar un comparativo normativo entre Estados Unidos y Colombia, el cual permitirá comprender con mayor facilidad las diferencias temporales en el tratamiento y evolución de la figura del *insider trading* entre Colombia y los Estados Unidos, pues mientras la *SEC* en el año 1961 conoció su primer caso de *insider trading*, el cual fue conocido como el caso Cady, Roberts & Co., en suma:

[Un] corredor de ventas que ejecuta una orden solicitada y vende para cuentas discrecionales -incluida la de su esposa- en un intercambio. La pregunta crucial es cuáles son los deberes de dicho corredor después de recibir información no pública sobre la acción de dividendos de una empresa de un director que es empleado de la misma firma de corretaje (SEC v. Cady Roberts & Co, 1961).

En cambio, Colombia, específicamente la AMV conoció su primer caso después de su constitución en el año 2006, dentro de sus primeros fallos está el caso de Interbolsa S.A. en el año 2007, donde el funcionario de la Sociedad Comisionista de Bolsa InterBolsa S.A. Edwar Neira Marín, conoció debido a su trabajo, información sobre la posible integración entre InterBolsa e Inversionistas de Colombia S.A. antes de que las empresas hicieran publica la información, antes este hecho, el funcionario en cuestión, acudió a su promotora comercial para que esta adquiriera acciones de Interbolsa S.A. antes de la publicación oficial de la integración comercial.

Lo anterior, demuestra las diferencias temporales entre ambos países para investigar, regular e intervenir en el mundo del *insider trading,* permitiendo determinar que Colombia presenta un retraso en políticas de protección al mercado de valores ante conductas que son determinantes en la economía de cada país.

Si bien los Estados Unidos son un gran referente en el tema del *insider trading* por sus normas, conceptos y discusiones legales, este país también le abrió un espació a la representación filmográfica de este tipo conducta debido a que el *insider trading* no solo se limita a un código normativo, sino que también constituye un escándalo financiero que es atractivo ante el mundo, y un ejemplo de ello es la película "El Lobo de Wall Street", este film cinematográfico está basado en el famoso caso de Jordan Belfort. Por otro lado, existen otros casos que, a pesar de no haber sido material para Hollywood, le han permitido al mundo tener una visión más amplia al respecto, un ejemplo de ello, es el caso *Securities and Exchange Commission v. Donald S. Toth and James A. Nash (Civil Action No. 1:14-CV-02616-SCJ)*.

En el caso en cuestión, La Comisión de Bolsa y Valores acusó a un socio de una firma de contabilidad en Atlanta y a uno de sus clientes de abuso de información privilegiada en las acciones de una empresa de restaurantes basándose en información confidencial que el contador obtuvo de otro cliente de la junta directiva que acudió a él para asesoramiento fiscal antes de un anuncio de oferta pública de adquisición (SEC v. Donald S. Toth and James A. Nash, 2014)

La SEC decidió demandar al Sr. Toth debido a que omitió su deber fiduciario como asesor contable de O'Charley's Inc. Esta empresa durante una reunión de planificación fiscal le reveló al señor Toth información acerca que la empresa sería adquirida por *Fidelity*

National Financial. Después de adquirir esta información, el demandado se asesoró debidamente para adquirir 5.000 acciones de la empresa O'Charley's Inc., pero esto no fue suficiente, ya que reveló la información a James A. Nash y Blair G. Schlossberg, quienes también compraron acciones de la empresa en cuestión. (SEC v. Donald S. Toth and James A. Nash, 2014)

Cuando O'Charley's Inc. anunció públicamente la oferta, las acciones de la empresa aumentaron un 42 %, permitiéndole al Sr. Toth y al Sr. Nash obtener ganancias ilegales de más de $70,000.00 dólares, hecho que llevó a la SEC a acusarlos de acuerdo de violentar las Secciones 10(b) y 14(e) de la Ley de Bolsa de Valores de 1934 y las Reglas 10b-5 y 14e-3:

1. La sección 10(b) de la Ley de Bolsa de Valores de 1934, la cual le otorgó a la SEC el poder de promulgar reglas contra las "prácticas manipuladoras y engañosas" en el comercio de valores.
2. La sección14(e) de la Ley de Bolsa de Valores de 1934 que prohíbe los actos fraudulentos, engañosos y manipuladores en relación con una oferta pública.
3. La Regla 10b-5 que es la disposición general antifraude de las leyes federales de valores.
4. La regla 14e-3 que prohíbe a una persona comerciar con valores involucrados en una oferta pública basada en información material no pública obtenida mediante apropiación indebida o de conversaciones con un postor, objetivo o agente de un postor objetivo. (Securities Exchange Act, 1934)

El caso anterior representa un claro ejemplo de lo que es el *insider trading*, toda vez que cumple aquellos requisitos legales que exige la norma norteamericana:

1. El Sr. Toth cumple el rol de *insider*, es decir, es la persona que tiene acceso a información privilegiada de la empresa en la cual labora como contador.

2. El Sr. Toth al ser contador de la empresa, y haber recibido la información directamente de la junta directiva de la empresa, tenía un deber fiduciario de no divulgar la información toda vez que la misma aun no quería ser publicada por los directivos de la empresa.

3. El Sr. Toth suministró información calificada como privilegiada -no pública- a terceros ajenos a la empresa.

4. La información suministrada a terceros se realizó antes de que la misma fuera anunciada públicamente por una persona diligente elegida por las empresas involucradas.

5. Producto del conocimiento de la información privilegiada el Sr. Toth obtuvo un beneficio económico para sí mismo, además de que el tercero a quien le suministro la misma información, también obtuvo ganancias al usar la información.

Así las cosas, la persona objeto del proceso civil cumplió los requerimientos de la norma estadounidense, pero, ¿estos casos ocurren en Colombia?

Para dar respuesta al cuestionamiento, se trae a colación la Resolución No. 11 del Tribunal Disciplinario de la AMV -Sala de Revisión del 2014, en la cual se analizó el caso de Acerías Paz de Río.

En el presente caso, la investigada adquirió 492.320 acciones de la especie Paz de Río a un precio a petición de los clientes por un valor de setenta y cinco ($75) pesos cada acción, un porcentaje de las acciones adquiridas correspondían a la suegra y sobrina de la investigada; además, una parte de la comisión por la operación realizada fue otorgada a la investigada. La

operación realizada por la investigada generó una utilidad de dos millones ochenta y cinco mil setecientos treinta y cinco pesos ($2.085.735) para seis clientes. La operación del mercado realizada por la investigada, se caracterizó por la existencia de una relación comercial entre la sociedad comisionista para la que la investigada trabajaba y la sociedad interesada en efectuar la oferta pública de adquisición, evidenciando la posibilidad de acceso a información por parte de la investigada, hecho que se demostró por el conocimiento previo que tenía la investigada acerca del preacuerdo existente entre BBB y EEE para adquirir acciones (Acerías Paz de Río, 2014).

En esta ocasión el Tribunal disciplinario de la AMV analizó tres aspectos:

1. La relación de la investigada con la empresa y los potenciales adquirentes, le da la calidad de persona con acceso de información privilegiada que fue dada en una relación de confianza por parte de las partes involucradas en el preacuerdo de adquisición.
2. BBB y EEE no querían que la información acerca del preacuerdo de adquisición fuera publicada.
3. La investigada utilizó la información de la cual tenía conocimiento para adquirir acciones.
4. La investigada usó la información para obtener un provecho para sí misma y para terceros -su suegra y sobrina-. (Acerías Paz de Río, 2014)

Con el hecho anterior, se evidencia que el mercado de valores no es ajeno o extraño a la existencia de personas que se aprovechan de la información que les es proporcionada para la obtención de utilidades que les permitan alcanzar quizás una mejor estabilidad económica.

Ahora bien, teniendo como base el caso del Sr. Toth en Estados Unidos y el caso de Paz de Río en Colombia, se observa que en ambos casos la persona objeto de investigación tenía una relación laboral y un deber de discreción respecto a la información a la cual tienen acceso en su entorno laboral. Además, ambos sujetos compartieron la información con terceros y fruto de ello obtuvieron un beneficio económico que se extendió a terceros con los cuales compartieron la información.

Si bien ambos casos tienen características similares en las cuales el ente encargado se basó para determinar la existencia o no de una conducta que perjudica el mercado de valores a través del uso indebido de información, y los hechos constituyeron el eje esencial para tomar una decisión, la diferencia esencial entre ambos sistemas jurídico tiene origen en el texto normativo, en el proceso previo mediante el cual cada entidad se encarga de promover la transparencia y monitorear el mercado.

Y es importante el procedimiento que antecede un proceso judicial o disciplinario, toda vez que la ley no solo busca sancionar, sino que su fin primario es prevenir un daño, y este propósito se cumple a través del seguimiento constante al mercado, el cual no puede tener como mecanismo principal la supervisión interna de cada interventor, y ese es el plan estratégico de Colombia, tener como medio principal de vigilancia y control los procesos internos de cada empresa, persona vinculada o la denuncia que pueden hacer los clientes que participan en el mercado.

Así pues, los organismos de autorregulación colombianos requieren de una política más fuerte que le permita a Colombia ampliar las posibilidades de rastreo a través de mecanismos más efectivos que hagan uso de las TIC, y le permitan al mercado brindarles seguridad a sus inversores.

CAPÍTULO 3

DERECHO A LA LIBRE COMPETENCIA

Posterior a la exposición de casos relacionados con el *insider trading*, quizás muchos no comprendan la relevancia de esta figura y las afectaciones que su ejecución generan para la persona a la cual pertenecía la información y para los inversores. Por lo tanto, hay que tener en cuenta los conceptos de justicia, transparencia, igualdad y confianza, y los daños de carácter patrimonial que puede causar el uso indebido de la información para comprender la necesidad de que este tipo de conductas sean debidamente reguladas, pero lo más importante, es que sean detectada a tiempo.

Como fundamento normativo primario, acudimos al artículo 333[7] de la Constitución Política de 1991, el cual establece la libertad económica y la iniciativa privada como un derecho -libre competencia- que conlleva una serie de responsabilidades de carácter social que imponen un límite al ejercicio comercial con el fin único de salvaguardar la libertad, transparencia y lealtad en el ámbito comercial (Constitución Política de la República de Colombia, 1991, artículo 333).

Este artículo constitucional establece el derecho a la libre competencia basada no sólo en los derechos de cada persona natural o jurídica para participar en el mercado comercial,

[7] "Artículo 333 - La actividad económica y la iniciativa privada son libres, dentro de los límites del bien común. Para su ejercicio, nadie podrá exigir permisos previos ni requisitos, son autorización de la ley. La libre competencia económica es un derecho de todos que supone responsabilidades.
La empresa, como base del desarrollo, tiene una función social que implica obligaciones. El Estado fortalecerá las organizaciones solidarias y estimulará el desarrollo empresarial.
El Estado, por mandato de la ley, impedirá que se obstruya o se restrinja la libertad económica y evitará o controlará que personas o empresas hagan de su posición dominante en el mercado nacional.
La ley delimitará el alcance de la libertad económica cuando así lo exijan el interés social, el ambiente y el patrimonio cultural de la Nación." (Constitución Política de la República de Colombia, 1991, artículo 333).

sino que a su vez hace referencia a los límites que tiene en el desarrollo de una actividad económica. De acuerdo con la Corte Constitucional, la libre competencia data del modelo de economía social del mercado colombiano, en este, se reconocen las libertades económicas de cada individuo de acuerdo a sus preferencias o habilidades, pero aclara que estas libertades no son absolutas y el Estado puede intervenir para evitar o remediar fallas con el fin de promover la equidad (Sentencia C-263, 2011).

La Corte Constitucional, reconoce la existencia de dos tipos de libertades económicas, la primera, es la libertad de empresa, y la segunda es la libre competencia; manifestando que estas dos libertadas solo pueden ser restringidas "…*cuando lo exija el interés social, el ambiente y el patrimonio cultural de la Nación y, en virtud de los principios de igualdad y razonabilidad que rigen la actividad legislativa, cualquier restricción de las libertades económicas debe (i) respetar el núcleo esencial de la libertad involucrada, (ii) obedecer al principio de solidaridad o a alguna de las finalidades expresamente señaladas en la Constitución, y (iii) responder a criterios de razonabilidad y proporcionalidad."* (Sentencia C-263, 2011).

Teniendo como punto de partida el derecho a la libre competencia y comprendiendo su desarrollo constitucional, es posible reconocer que el Estado Colombiano puede intervenir en el mercado de valores y las libertades otorgadas a los individuos con la finalidad de salvaguardar el interés general de la sociedad.

Este ideal se desprende del sistema económico colombiano que de acuerdo a la Corte Constitucional es un modelo de economía social de mercado, el cual se caracteriza por reconocer la iniciativa privada como motor de la economía sin dejar de limitar la libertad de empresa y la libre competencia económica con la finalidad de proteger el interés general

(Sentencia C-032, 2017). El economista alemán Alfred Müller-Armack explicó la economía social del mercado como una idea que busca combinar la libre iniciativa con el avance social en un sistema competitivo, sin llegar a centralizar la actividad económica, ni dejarla completamente desprotegida, su propósito en si es unir dos principios, el de libertad de mercado y el de equidad social[8] (Díaz, 2017).

La economía social del mercado se rige por dos tipos de principios, unos estructurales – propiedad privada, mercado abierto y competitivo, transparencia, políticas económicas estables y predecibles, política monetaria – y unos principios reguladores – intervención del Estado, política de defensa de la competencia, política anticíclica, política social-. Estos últimos, se encargan de tomar las experiencias o fallas del mercado para crear normas que eviten o prevengan situaciones de riesgos en el mercado, y es aquí donde el *insider trading* toma relevancia (Resico, 2010).

El *insider trading*, constituye un riesgo para el mercado de valores a nivel mundial, y se requiere su completa regulación a través de mecanismos que permitan la pronta detección de actividades irregulares que puedan involucrar el uso de información privilegiada, con el propósito de proteger el mercado, las empresas, los inversores y el interés general de una sociedad, cuyo equilibrio económico depende de cómo circula el mercado.

Es por este riesgo que implica la divulgación de información privilegiada que a través del Estatuto Orgánico Financiero, capítulo 14 artículo 98 numeral 6 (Decreto 663, 1993), se determinó que el uso de información privilegiada se cataloga como un conflicto de intereses, entendido este como aquella situación en la que una persona debe escoger entre uno de dos

[8] López Díaz, Karen. Cit., pág. 7

intereses que son contrapuestos, uno es el interés de la sociedad y el otro es el interés propio del administrador o tercero, y que al tomar este una decisión terminará favoreciendo un interés y en consecuencia, afectando el del otro lado (Lozada, 2013).

El *insider trading*, como conducta que atenta contra el derecho a la libre competencia por el conflicto de intereses que representa, conlleva a una serie de consecuencias de carácter ético, laboral, económico y social, que requieren ser evitadas por el bienestar del mercado de valores.

En el caso de las empresas, las consecuencias que trae el *insider trading* son la valorización y desvalorización de sus acciones. En el primer caso, la valorización de acciones constituye un acto positivo inicialmente, pero si la misma no es capaz de sostenerse, esto se conoce como especulación – entendida como la compra a bajo precio de acciones para posteriormente venderla en un precio más alto –. Cuando la especulación financiera no es acertada, las pérdidas que puede ocasionar son grandes. (Jesús, 2022)

Por otro lado, cuando el efecto inmediato del *insider trading* es la desvalorización de las acciones de una empresa, la misma entra en un estado de riesgo, ya que los inversores de esta pueden recurrir a la venta inmediata de acciones a un bajo precio, causando una pérdida de gran magnitud para ellos y para la empresa misma, lo cual puede traducirse en decisiones desesperadas, como lo es la disminución de mano de obra, tal como sucedió en abril del año 2022 con la empresa Netflix, quien por la depreciación de sus acciones tuvo que recurrir al despido de personal. (Thomas, 2022)

Si bien las empresas dependen del mercado de valores, los inversionistas también son un sujeto que asume directamente las consecuencias de la fragilidad del mercado. Debido a

que las actuaciones de los inversores no solo se originan por el estudio y las estrategias del mercado, sino que una parte de sus reacciones se deben a los rumores que pueden desencadenar una consecuencia -ya sea positiva o negativa en la inversión realizada o a realizar-. En el caso de que las consecuencias sean positivas, el inversionista obtendrá un aumento en su patrimonio, pero en el caso contrario, este tendrá pérdidas económicas que pueden ser exorbitante y afectar la calidad de vida del inversor.

Por lo anterior, es conveniente que el legislador colombiano no sólo delegue la función de crear políticas y mecanismos de protección ante el uso de información privilegiada, sino, que debe establecer mecanismos generales que le permitan al mercado de valores rastrear oportunamente los movimientos ilegales con el fin de salvaguardar la confianza de los inversores, pero además, esto contribuiría a que la competencia del mercado sea justa y equitativa, ya que constituye un acto de desigualdad que una persona haga uso indebido de la información a la cual tuvo acceso de manera privilegiada -ya sea por su relación laboral o por conexiones con terceros- y que de esta manera pueda tomar decisiones oportunas ante un cambio que pueda ocasionar el aumento o disminución en el valor de las acciones, obteniendo así un beneficio de carácter económico para sí mismo.

Como se mencionó al comienzo de este capítulo, el derecho a la libre competencia tiene una serie de límites y estos se encuentran en la no afectación a otros, para el caso particular del *insider trading*, este radica en no afectar la igualdad de los inversores que estudian el mercado para hacer inversiones con un mínimo de riesgo -hecho que es difícil-, la transparencia en los actos de inversión constituye el eje central del respeto a los derechos constitucionales en el ámbito comercial, además de ser la base de la estabilidad de una sociedad que constantemente depende del movimiento económico.

CAPÍTULO 4

CONCLUSIONES

El *insider trading* es una conducta que afecta el mercado de valores a través de la violación a los principios profesionales de confidencialidad, este tipo de acciones no sólo traen consecuencias para quienes ejercen actividades comerciales en el mercado de valores -como los inversionistas o las empresas- sino que, además, impiden que la sociedad confíe plenamente en el sistema jurídico del país.

La confianza de una sociedad en su sistema jurídico es fundamental, además, de que una correcta organización normativa permitiría que la función preventiva de todo código, ley y decreto fuese efectiva, reduciendo de manera considerable la comisión de conductas que puedan afectar el equilibrio de la sociedad.

Si bien el sistema de Estados Unidos se caracteriza por ser ejemplar a nivel de sanciones, el sistema colombiano carece de reconocimiento en el ámbito preventivo y sancionatorio. Esta situación genera temor en la persona, en especial, aquellas que ejercen la actividad comercial en el mercado de valores.

La Constitución Política de 1991, le permite al Estado intervenir en la actividad económica para limitar las libertades que tiene cada persona natural y jurídica, esta intervención se ve plasmada en la creación de normas, instituciones y mecanismos que buscan brindar seguridad jurídica a la sociedad, pero después del recorrido normativo realizado en esta monografía, puede observar que la función de intervención no ha sido debidamente ejecutada, toda vez que el mercado día a día evoluciona y nuestras normas no.

Se sobreentiende que la actualización normativa no puede seguir el ritmo de evolución social, pero las normas si pueden ser desarrolladas de manera tal que el mercado de valores no quede desprotegido. Las entidades que intervienen en el mercado de valores - Superintendencia Financiera, la Autorreguladora del Mercado, entre otras - y el legislador pueden crear políticas de seguimiento que no limiten su análisis a los precios de los valores, o al seguimiento interno de cada empresa, el mercado de valores requiere de un nuevo método de observación que le permita al Estado intervenir de manera oportuna en aquellos casos en los que una persona -*insider*- haga uso de información privilegiada para obtener beneficios para sí misma o para terceros.

El *insider trading*, representa un riesgo para aquellos que buscan una economía estable, y no solo a nivel nacional, si no para los inversores extranjeros que ven en Colombia una posibilidad de crecimiento económico.

En conclusión, el sistema colombiano requiere de una nueva perspectiva acerca de la importancia de salvaguardar el mercado de valores a través de la disminución del riesgo para todo aquel que libremente se involucre en el mercado para competir de manera transparente, y de esta manera evitar que el uso de información privilegiada continue siente una conducta extraña para el ordenamiento jurídico colombiano.

BIBLIOGRAFIA

Acerías Paz de Río, Resolución No. 11 (Tribunal DIsciplinario de la AMV 2014).

Albán, J. O. (2017). El Uso De La Información Privilegiada En El Mercado De Valores. *Foro Derecho Mercantil N°:55*, 39-75.

Cambridge. (s.f.). Cambridge Dictionary. Obtenido de Rumor: https://dictionary.cambridge.org/es/diccionario/ingles/rumor

Código Civil. Ley 74 de 1873. 26 de mayo de 1873 (Colombia).

Constitución Política de Colombia, artículo 333, 20 de julio de 1991.

Colombia, C. d. (08 de Julio de 2005). Ley 964 de 2005, Art. 24. Bogotá: D.O 45.963.

Congress, U. S. (1933). Securities Act Of 1933. United States .

Congress, U. S. (1934). Securities Exchange Act of 1934. United States .

Corte Constitucional de Colombia. Sentencia C-228 de 2010 (M.P. Luis Ernesto Vargas Silva, Marzo 24 de 2010)

Corte Constitucional de Colombia. Sentencia C-263 de 2011 (M.P. Jorge Ignacio Pretelt Chaljub, Abril 6 de 2011)

Corte Constitucional de Colombia. Sentencia C-032 de 2017 (M.P. Alberto Rojas Ríos, Enero 25 de 2017)

Decreto-Ley 663 de 1993. Por medio del cual se actualiza el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y se modifica su titulación y numeración. 5 de abril de 1993. D.O. No. 40.820

Decreto 1565 de 2006. Por el cual se dictan disposiciones para el ejercicio de la actividad de autorregulación del mercado de valores. 19 de mayo de 2006.

Decreto 2555 de 2010. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. 15 de julio de 2010.

Díaz, K. L. (2017). La constitucionalización de la economía social de mercado en Colombia. Barranquilla, Colombia: Universidad Libre Seccional .

Gardey, J. P. (2014). *Definicion.de*. Obtenido de https://definicion.de/rumor/

Jesús. (12 de Mayo de 2022). Caída de bolsa: ¿Qué es y cómo afecta a la economía de un país? Economía 3.

Kenton, W. (20 de Octubre de 2020). *Investopedia* . Obtenido de https://www.investopedia.com/terms/s/securitiesact1933.asp#:~:text=The%20Securities%20Act%20of%201933%20was%20the%20first%20federal%20legislation,law%20by%20President%20Franklin%20D.

Ley 27 de 1990. Por la cual se dictan normas en relación con las bolsas de valores, el mercado público de valores, los depósitos centralizados de valores y las acciones con dividendo preferencial y sin derecho de voto. 20 de febrero de 1990. D.O No. 39.195.

Ley 45 de 1990. Por la cual se expiden normas en materia de intermediación financiera, se regula la actividad aseguradora, se conceden unas facultades y se dictan otras disposiciones. 18 de diciembre de 1990. D.O No. 39.607

Ley 964 de 2005. Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones. 8 de julio de 2005. D.O. No. 45.963

Lozada, N. U. (2013). *El régimen general de responsabilidad civil de los administradores de sociedades y su aseguramiento.* Bogotá: Pontificia Universidad Javeriana & Grupo Editorial Ibañez.

Méndez, C. F. (2011). Guía del Mercado de Valores. Colombia Capital.

Neira Marín, Resolución No. 04 (Tribunal Disciplinario de AMV - Sala de Rvisión 26 de Julio de 2007).

Reglamento de la Autorreguladora del Mercado de Valores. Reglamento de Autorregulación aplicable a todos los intermediarios del mercado de valores miembros de AMV. 7 de abril de 2022.

Resico, M. F. (2010). *Introducción a la Economía Social de Mercado.* Buenos Aires: Konrad Adenauer Stiftung.

SEC. (s.f.). *Investor.gov*. Obtenido de https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/insider-trading

SEC v. Cady Roberts & Co, File No. 8-3925 (8 de November de 1961).

Chiarella v. United States, 445 U.S. 222 (1980), No. 78-1202 (U.S. Supreme Court 18 de March de 1980).

Dirks v. SEC, 463 U.S. 646 (1983), No. 82-276 (U.S. Supreme Court 21 de March de 2983).

SEC v. Donald S. Toth and James A. Nash, Case No. 14-CV-02616-SCJ (United States District Court Northern District of Georgia 2014).

Thomas, D. (21 de Abril de 2022). Netflix: la estrepitosa caída en bolsa que le hizo perder US$50.000 millones (y qué planes tiene para no perder más usuarios). BBC News.

Tovar, N. B. (Diciembre de 2002). La Regulación del Abuso de Mercado en Europa y Estados Unidos . Madrid: Sociedad Anónima de Fotocomposición .