

EL RÉGIMEN SANCIONATORIO EN EL MERCADO DE VALORES

AUTOR: JUAN CARLOS MARTÍNEZ ARISTIZABAL

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD JAVERIANA
FACULTAD DE CIENCIAS JURIDICAS**

CARRERA DE DERECHO

Bogotá D.C.

2007

EL RÉGIMEN SANCIONATORIO EN EL MERCADO DE VALORES

AUTOR: JUAN CARLOS MARTÍNEZ ARISTIZABAL

Presentado para optar al título de Abogado

DIRECTOR: DR. PABLO MARQUEZ

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD JAVERIANA
FACULTAD DE CIENCIAS JURIDICAS**

CARRERA DE DERECHO

Bogotá D.C. 2007

- Nota de Advertencia: Artículo 23 de la Resolución N° 13 de Julio de 1946.

“La Universidad no se hace responsable por los conceptos emitidos por sus alumnos en sus trabajos de tesis. Solo velará por que no se publique nada contrario al dogma y a la moral católica y por que las tesis no contengan ataques personales contra persona alguna, antes bien se vea en ellas el anhelo de buscar la verdad y la justicia”.

DESCRIPCION DE LA TESIS

- AUTOR

MARTÍNEZ ARISTIZABAL JUAN CARLOS

- TITULO

EL RÉGIMEN SANCIONATORIO EN EL MERCADO DE VALORES

- CIUDAD: BOGOTÁ D.C., AÑO: 2007

- NUMERO DE PÁGINAS: 116

- FACULTAD DE CIENCIAS JURÍDICAS

- PROGRAMA: DERECHO

- TITULO OBTENIDO: ABOGADO

- DESCRIPTORES

Normas, doctrina y jurisprudencia relacionada con la intervención del Estado en el Mercado de Valores, en particular el régimen sancionatorio.

Agradecimiento eterno a mi familia, por el apoyo y la inspiración.

RÉGIMEN SANCIONATORIO EN EL MERCADO PÚBLICO DE VALORES

ÍNDICE

1.	Fundamentos y Finalidad de la Intervención del Estado en El Mercado de Valores.....	9
2.	Objetivos, Principios y Criterios de la Intervención del Estado en el Mercado de Valores.....	15
2.1.	Objetivos.....	17
2.2.	Los Principios Para la Regulación del Mercado de Valores que Suponen la Puesta en Práctica de los Objetivos y Herramientas Necesarias Para su Efectiva Implementación.....	24
2.3.	Criterios de Intervención en el Mercado de Valores.....	27
3.	Intervención del Estado en el Mercado de Valores.....	29
3.1.	Actividades Objeto de Intervención.....	29
3.2.	Mercado de Valores.....	31
3.2.1.	Actividades Constitutivas del Mercado de Valores.....	33
3.2.2.	Importancia Económica del Mercado de Valores.....	34
3.3.	Interés Público.....	36
3.4.	Intervención del Estado en el Mercado de Valores Mediante el Ejercicio de Facultades Reguladoras y De Supervisión.....	37
3.4.1.	Competencias Otorgadas por la Constitución Política de Colombia al Congreso de la República.....	39
3.4.2.	Competencias Otorgadas por la Constitución Política de Colombia al Gobierno Nacional.....	41
4.	Intervención del Estado en el Mercado de Valores Mediante el Ejercicio de Facultades Sancionatorias.....	44
4.1.	Ámbito de Aplicación.....	45
4.2.	Principios.....	46
4.3.	Sujetos.....	50
4.3.1.	Autoridades con Facultades Sancionatorias en el Mercado de Valores.....	51
4.3.2.	Entidades Sometidas a la Facultad Sancionatoria.....	53
4.4.	Normas de Conducta.....	56
4.5.	Sanciones.....	63
4.5.1.	Clases.....	64

4.6.	Procedimiento Sancionatorio	67
4.6.1.	Procedimiento Sancionatorio General.....	67
4.6.2.	Procedimiento Sancionatorio Para Autoliquidaciones.....	69
4.6.3.	Registro.....	70
4.6.4.	Caducidad.....	71
5.	Régimen Sancionatorio y La Autorregulación	71
5.1.	Justificación de la Autorregulación en El Mercado de Valores	71
5.2.	Principios y Criterios Para La Autorregulación en el Mercado de Valores.....	73
5.2.1.	Los Principios de La Autorregulación	73
5.2.2.	Criterios de la Autorregulación.....	75
5.3.	Estado Actual de la Autorregulación en Colombia.....	75
5.3.1.	Ámbito de la Autorregulación	76
5.4.	Función Disciplinaria de los Organismos Autorreguladores del Mercado de Valores.....	82
5.4.1.	Principios que Orientan la Función Disciplinaria	82
5.4.2.	Sujetos	84
5.4.3.	Sanciones	93
5.4.4.	Medidas preventivas	94
5.4.5.	Proceso Disciplinario.....	95
6.	Algunos Casos Sancionados por la Bolsa de Valores de Colombia.....	106
6.1.	Deber de conducir los negocios con lealtad, claridad, precisión, probidad comercial.....	107
6.2.	Deber de Buena Fe.....	108
6.3.	Deber de Diligencia.....	108
6.4.	Prohibición de Actuar por Cuenta Propia.....	109
6.5.	Conflicto de Intereses	110
6.6.	Información Privilegiada.....	111
6.7.	Prohibición de Usar Teléfono Celular	112
6.8.	Deber de Observar Sanos Usos y Prácticas.....	112
6.9.	Prohibición de Vincular Laboralmente a los Administradores de las Sociedades Comisionistas de Bolsa que Hayan Sido Sancionados con Cancelación de la Bolsa o en el Registro Nacional de Intermediarios.	113
6.10.	Deber de Asesoría.....	114
7.	Conclusiones.....	115

8. Bibliografía	120
-----------------------	-----

RÉGIMEN SANCIONATORIO EN EL MERCADO DE VALORES

1. FUNDAMENTOS Y FINALIDAD DE LA INTERVENCIÓN DEL ESTADO EN EL MERCADO DE VALORES.

La Constitución Política de Colombia define a Colombia como un Estado Social de Derecho. La Corte Constitucional, en diferentes fallos, se ha referido al concepto, alcance e interpretación de esta expresión estableciendo que “El Estado Social de Derecho hace relación a la forma de organización política que tiene como uno de sus objetivos combatir las penurias económicas o sociales y las desventajas de diversos sectores, grupos o personas de la población, prestándoles asistencia y protección”¹. Es así como este concepto debe estudiarse bajo el esquema del Estado Bienestar “que garantiza estándares mínimos de salario, alimentación, salud, habitación, educación, asegurados para todos los ciudadanos” y del Estado Constitucional Democrático el cual “ha sido la respuesta jurídico-política derivada de la actividad intervencionista del Estado”, la cual “se manifiesta institucionalmente a través de la creación de mecanismos de democracia participativa, de control político y jurídico en el ejercicio del poder y a través de la consagración de un catálogo de principios y de derechos fundamentales que inspiran toda la interpretación y el funcionamiento de la organización política”².

En este sentido el concepto de Estado Social de Derecho se desarrolla en tres principios orgánicos: (i) Legalidad; (ii) Independencia y colaboración de las ramas del poder público para el cumplimiento de los fines esenciales del Estado y (iii) Criterios de excelencia³. En cuanto al tercer principio, La Corte Constitucional ha

¹ Corte Constitucional. Sentencia T- 426, junio 24 de 1992. Magistrado Ponente: Eduardo Cifuentes Muñoz. Expediente T-824.

² Corte Constitucional. Sentencia T-406, junio 5 de 1992. Magistrado Ponente: Ciro Angarita Barón. Expediente T-778.

³ Corte Constitucional. Sentencia C-499, julio 9 de 1992. Magistrado Ponente: Alejandro Martínez Caballero. Expediente D-033. En esta sentencia, La Corte Constitucional desarrolla estos tres principios, estableciendo que: (i) El principio de legalidad consiste en el hecho de que, a partir de la soberanía popular, cada una de las ramas y órganos del Estado ejercen un poder reglado. (ii) La teoría de la separación de poderes ha sido reelaborada por la doctrina constitucional, pasando de

establecido que la excelencia se logra mediante la eficiencia, la cual no es otra cosa que la satisfacción del interés general⁴.

De conformidad con lo anterior, en un Estado Social de Derecho, el ente estatal, con fundamento en los principios que lo orientan y en los derechos de los individuos, debe tener una organización que le permita garantizar un orden político, económico y social justo, con el fin de satisfacer los intereses de la comunidad en general. Es así como se puede precisar que, dentro del ordenamiento colombiano, los principios que orientan el Estado Social de Derecho, se configuran como un límite a los derechos económicos a la libre iniciativa privada y la libre competencia, por lo cual, no obstante su importancia, deben ser limitados en su ejercicio cuando así lo exija el Interés general o el bien común. Es así como el Estado puede adoptar diferentes medidas de intervención con el fin de racionalizar la economía y buscar el bienestar y la protección del interés general.⁵

Como un principio derivado del denominado Estado Social de Derecho y con el fin de que el ente estatal pueda cumplir con sus fines políticos, económicos y sociales, dentro de las cuales busca conseguir el mejoramiento de la calidad de vida de los habitantes, la distribución equitativa de las oportunidades y los beneficios del desarrollo, se consagró que la dirección de la economía estuviese a cargo del Estado.

su concepción clásica inicial de Montesquieu, en la que cada rama del poder hacía una sola y misma cosa -legislar, ejecutar, juzgar-, a una nueva concepción en la que los diversos órganos del poder se articulan mediante funciones separadas, destinadas a la consecución de unos mismos y altos fines del Estado. Surge pues una interdependencia de las distintas ramas y órganos del poder, lo cual implica incluso un control recíproco entre ellos. No se trata por tanto de una fragmentación del poder del Estado sino de una articulación a través de la integración de varias fuerzas. Un nexo sistemático vincula entonces los fines esenciales del Estado y su organización.

⁴ Corte Constitucional. Sentencia C-499, julio 9 de 1992. Magistrado Ponente: Alejandro Martínez Caballero. Expediente D-033.

⁵ Alfonso Miranda Londoño y Carlos Pablo Márquez Escobar. Intervención Pública, Regulación Administrativa y Económica: Elementos para la Definición de los Objetivos de la Regulación. Revista Universitas. Pontificia Universidad Javeriana. Bogotá 2004.

Al respecto el artículo 334 consagra “La dirección general de la economía estará a cargo del Estado. Este intervendrá, por mandato de la ley, en la explotación de los recursos naturales, en el uso del suelo, en la producción, distribución, utilización y consumo de los bienes, y en los servicios públicos y privados, para racionalizar la economía con el fin de conseguir el mejoramiento de la calidad de vida de los habitantes, la distribución equitativa de las oportunidades y los beneficios del desarrollo y la preservación de un ambiente sano. El Estado, de manera especial, intervendrá para dar pleno empleo a los recursos humanos y asegurar que todas las personas, en particular las de menores ingresos, tengan acceso efectivo a los bienes y servicios básicos. También para promover la productividad y la competitividad y el desarrollo armónico de las regiones”.

Si bien es cierto que en materia económica la Constitución Política de Colombia, consagra la libertad de la actividad y de la iniciativa privada, esta puede ser determinada en su alcance, mediante ley, cuando así lo exija el interés social. Así lo ha establecido la Corte Constitucional al establecer que “En efecto, de un lado, la Constitución consagra una economía social de mercado dirigida, puesto que reconoce genéricamente que la iniciativa privada y la actividad económicas son libres (C.P. art 332)⁶ pero establece, también de manera global, que "la dirección general de la economía estará a cargo del Estado" (C.P art 333)⁷. Estas materias económicas constituyen entonces precisamente el ámbito en donde el interés general prima con claridad sobre el interés particular (C.P art 1 y 58)⁸, puesto que sólo limitando, de manera razonable y proporcional, las libertades económicas, puede el Estado contribuir a realizar un "orden político, económico y social justo" (preámbulo) y a hacer efectivos los llamados derechos humanos de segunda generación o derechos prestacionales de las personas"⁹.

⁶ Debe entenderse artículo 333.

⁷ Debe entenderse artículo 334.

⁸ Indica que el artículo 1° de la Constitución prescribe que la solidaridad es uno de los principios sobre los que se funda el Estado colombiano; que, en virtud de ese principio, el artículo 58 de la Carta prescribe que en caso de conflicto entre los derechos de los particulares y las necesidades públicas, los primeros deberán ceder ante las segundas.

⁹ Corte Constitucional. Sentencia C-265, junio 2 de 1994. Magistrado Ponente: Alejandro Martínez Caballero. Expediente D-464.

De esta manera, teniendo en cuenta que de conformidad con la Constitución Política de Colombia “la dirección general de la economía estará a cargo del Estado” y que la intervención es “la injerencia del poder público en cualesquiera de las fases del ciclo económico, con la capacidad de tener consecuencias o efectos de tipo económico, que limitan la actividad privada o la libre empresa¹⁰, el ente estatal cuenta con herramientas económicas y jurídicas que lo facultan para desarrollarse mediante un esquema que le permita la consecución de sus fines, esto es un orden político, económico y social justo, con miras a la satisfacción de los intereses de la comunidad.

Dentro de las facultades otorgadas por la Constitución Política de Colombia al Estado se encuentra el poder de policía administrativa. La doctrina ha definido el poder de policía como el conjunto de las actividades administrativas que tienen por objeto la expedición de reglas generales y de medidas individuales necesarias al mantenimiento del orden público, es decir de la seguridad, de la tranquilidad, de la salubridad¹¹, de tal manera que frente a cada libertad existe un poder de la autoridad para mantener dichos elementos. De esta manera encontramos que el poder de policía administrativa es el poder o facultad que tiene la administración para aplicar limitaciones a la actividad de los gobernados, con el fin de mantener el orden público¹².

Asimismo, la doctrina ha clasificado el poder de policía administrativa en policía administrativa general y policía administrativa especial, estableciendo que la primera designa el régimen de derecho común de la policía administrativa, es decir, el conjunto de poderes dados de manera general a las autoridades de policía para el mantenimiento del orden, de la seguridad y de la salubridad,

¹⁰ Luis Humberto Ustáriz González. La Intervención del estado en el Sector Financiero, Asegurador y Bursátil. Revista Universitas No. 97. Pontificia Universidad Javeriana. Bogotá 1999

¹¹ Georgers Vedel. Derecho Administrativo. Traducción de la 6ª edición francesa. Biblioteca Jurídica Aguilar. Madrid 1980. Citado por Jaime Vidal Perdomo en su obra Derecho Administrativo. Séptima Edición. Talleres Gráficos Banco Popular. Bogotá 1980 y por Libardo Rodríguez R. En su obra Derecho Administrativo General y Colombiano. Décima Edición. Temis. Bogotá 1998.

¹² Libardo Rodríguez R. Derecho Administrativo General y Colombiano. Décima Edición. Temis. Bogotá 1998.

mientras que se dice que hay una policía especial cuando un orden determinado de actividades de los ciudadanos puede ser objeto de limitaciones particulares, por haber recibido las autoridades administrativas en esta materia poderes particulares en virtud de una ley¹³.

Es así como la Constitución Política de Colombia contempla el ejercicio del poder de policía administrativa frente a determinadas actividades y a ciertas libertades con el fin de preservar el orden público. De esta manera, el poder de policía administrativo, ejercido sobre asuntos de carácter económico se configura como una manifestación del intervencionismo del Estado que tiene como uno de sus fines preservar el orden público económico.

Así lo ha establecido la Corte Constitucional, al señalar que el poder de policía administrativa en materia económica es una expresión de la facultad de intervención, “cuyo ejercicio supone, por una parte, la actuación del Congreso de la República, pero también la actividad de entidades que hacen parte de la administración, las cuales ejercen funciones de inspección, vigilancia y control, a cargo del poder ejecutivo, sobre las actividades o agentes económicos.¹⁴”

De esta manera encontramos que en virtud del poder de policía administrativa el poder ejecutivo ejerce facultades de inspección, vigilancia y control que permite limitar derechos y libertades de carácter económico con el fin de preservar el orden público económico.

En este orden de ideas, de las potestades ordinarias de policía administrativa relacionadas con el mantenimiento, conservación y restablecimiento del orden público, surgen las funciones de inspección, vigilancia y control que tienen por objeto prevenir y garantizar el mantenimiento de dicho orden público e impedir su alteración o sancionar a los responsables si tal alteración se produce¹⁵.

¹³ Marcel Waline. Citado por Jaime Vidal Perdomo en su obra Derecho Administrativo. Séptima Edición. Talleres Gráficos Banco Popular. Bogotá 1980.

¹⁴ Corte Constitucional. Sentencia C-860. Octubre 18 de 2006. Magistrado Ponente: Humberto Antonio Sierra Porto. Expediente D-6235

¹⁵ Jorge Enrique Ibáñez Najjar. La Inspección, Vigilancia y Control como Expresión de la Función de Policía Administrativa y la Vigilancia y Control de la Gestión Fiscal de la Administración. Revista

Respecto del tema, el artículo 189 de la Constitución Política de Colombia consagra las funciones del Presidente de la República en esta materia, estableciendo que a esta autoridad le corresponde: (i) Ejercer la inspección y vigilancia de la enseñanza conforme a la ley, (ii) Ejercer la inspección y vigilancia de la prestación de los servicios públicos, (iii) Ejercer, de acuerdo con la ley, la inspección, vigilancia y control sobre las personas que realicen actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento o inversión de recursos captados del público. Así mismo, sobre las entidades cooperativas y las sociedades mercantiles, (iv) Ejercer la inspección y vigilancia sobre instituciones de utilidad común para que sus rentas se conserven y sean debidamente aplicadas y para que en todo lo esencial.

De esta manera, estas funciones de inspección, vigilancia y control sobre personas naturales o jurídicas que se dediquen a actividades relacionadas con el manejo, aprovechamiento o inversión de recursos captados del público (función subjetiva) o sobre tales actividades (función objetiva), son actividades de policía administrativa que desarrolla el Gobierno o los Superintendentes en los cuales este delegue¹⁶, que permiten limitar las actividades de los particulares con el fin de mantener el orden público.

La jurisprudencia de la Corte Constitucional ha desarrollado este tema de intervención, mediante el ejercicio de las funciones de inspección, vigilancia y control sobre actividades que impliquen manejo, aprovechamiento o inversión de recursos captados del público, entre ellas la actividad bursátil. Es así como ha establecido que “la restricción de las libertades económicas se encuentra justificada en las funciones de inspección, vigilancia y control sobre las personas que realizan actividades financieras, bursátiles, aseguradoras y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público que tiene el poder ejecutivo, consagradas en el artículo 189 de la

Universitas No. 103. Pontificia Universidad Javeriana. Bogotá 2002.

¹⁶ Jorge Enrique Ibáñez Najar. El Tratamiento Constitucional de la Actividad Financiera. Temas de Derecho financiero Contemporáneo. Universidad del Rosario. Bogotá 2006.

constitución Política de Colombia de 1991"¹⁷.

El ejercicio de las funciones de inspección vigilancia y control, en los términos anteriormente indicados, implica para la administración la facultad sancionatoria, en virtud de la cual contribuye a la conservación del orden público como fin del Estado.

La Corte Constitucional ha establecido que la administración ejerce una potestad sancionadora propia, la cual constituye una importantísima manifestación de poder jurídico que es necesaria para el adecuado cumplimiento de sus funciones y la realización de sus fines¹⁸. Por ello esa Corporación ha señalado que "la potestad administrativa sancionadora de la administración, se traduce normalmente en la sanción correctiva y disciplinaria para reprimir las acciones u omisiones antijurídicas y constituye un complemento de la potestad de mando, pues contribuye a asegurar el cumplimiento de las decisiones administrativas."¹⁹

De esta manera, la potestad administrativa sancionadora constituye entonces un instrumento de realización de los fines que la Carta atribuye a estas autoridades, pues permite realizar los valores del orden jurídico institucional, mediante la asignación de competencias a la administración que la habilitan para imponer a sus propios funcionarios y a los particulares el acatamiento, inclusive por medios punitivos, de una disciplina cuya observancia contribuye indudablemente a la realización de sus cometidos²⁰.

2. OBJETIVOS, PRINCIPIOS Y CRITERIOS DE LA INTERVENCIÓN DEL ESTADO EN EL MERCADO DE VALORES

¹⁷ Corte Constitucional. Sentencia C-860. Octubre 18 de 2006. Magistrado Ponente: Humberto Antonio Sierra Porto. Expediente D-6235

¹⁸ Corte Constitucional. Sentencia C-597 de noviembre 6 de 1996. Magistrado Ponente: Alejandro Martínez Caballero. Expediente D-1229.

¹⁹ Corte Constitucional. Sentencia C-214 de abril 28 de 1994. Magistrado Ponente: Antonio Barrera Carbonel. Expediente D-394.

²⁰ Corte Constitucional. Sentencia C-597 de noviembre 6 de 1996. Magistrado Ponente: Alejandro Martínez Caballero. Expediente D-1229.

La Organización Internacional de Comisiones de Valores - OICV - (IOSCO por sus siglas en inglés), es la entidad de cooperación internacional más importante en el mundo para las instituciones reguladoras de valores. Esta organización ha recogido los postulados propios del mercado de valores, tales como la protección de los derechos de los inversionistas, la promoción del desarrollo y eficiencia del mercado, la prevención y manejo del riesgo sistémico y la integridad y confianza en el mismo²¹.

En cumplimiento de sus funciones la OICV ha expedido un documento denominado “Objetivos y Principios para la Regulación de los Mercados de Valores”, por medio del cual se analizan: (i) Los objetivos que debe cumplir la regulación del mercado de valores, (ii) Los principios para la regulación del mercado de valores que suponen la puesta en práctica de dichos objetivos y (iii) Las herramientas necesarias para su efectiva implementación. Asimismo, la OICV publicó un documento denominado “Metodología para Evaluar la Implantación de los Objetivos y Principios de la OICV para la Regulación de los Mercados de Valores” el cual sirve de guía para realizar una autoevaluación del nivel de implantación de los objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores.²²

De esta manera estos tres aspectos se constituyen como necesarios para adelantar una regulación y una supervisión adecuada en la actividad del mercado de valores²³, por lo cual se analizan los mencionados documentos con el fin de establecer los objetivos y principios que se deben tener en cuenta para la estructura y desarrollo del régimen sancionador en el mercado público de valores.

²¹ “IOSCO - Objectives and Principles of Securities Regulation. IOSCO Report, -2003- (Up-dated with references to work done by IOSCO since September 1998). Publicado en <http://www.iosco.org>

²² Organización Internacional de Comisiones de Valores. Metodología Para Evaluar la Implantación de los Objetivos y Principios de la OICV Para la Regulación de los Mercados De Valores. Octubre 2003. Publicado en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD155-Spanish.pdf>

²³ De conformidad con el documento analizado, el término “regulador” se refiere a la autoridad o autoridades que tienen la responsabilidad de regular, vigilar y supervisar los mercados de valores.

2.1. OBJETIVOS

La OICV se refiere a tres objetivos: (i) Protección de los inversionistas, (ii) Garantizar que los mercados sean justos, eficientes y transparentes; y (iii) Reducción del riesgo sistémico, estableciendo que entre ellos existe una estrecha relación, toda vez que “muchos de los requisitos que ayudan a garantizar unos mercados justos, eficientes y transparentes también proporcionan protección al inversor y ayudan a reducir el riesgo en el sistema. De manera similar, muchas de las medidas que reducen el riesgo en el sistema aportan protección a los inversionistas”.

Por su parte la Ley 35 de 1993, en virtud de la cual el Congreso de la República señaló objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades financiera, bursátil y aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público, estableció que conforme al artículo 150 numeral 19 literal d) de la Constitución Política corresponderá al Gobierno Nacional ejercer la intervención en las actividades financiera, aseguradora, del mercado de valores y demás actividades relacionadas con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público, con sujeción a los siguientes objetivos y criterios: (i) Que el desarrollo de dichas actividades esté en concordancia con el interés público; (ii) Que en el funcionamiento de tales actividades se tutelen adecuadamente los intereses de los usuarios de los servicios ofrecidos por las entidades objeto de intervención y, preferentemente, el de ahorradores, depositantes, asegurados e inversionistas; (iii) Que las entidades que realicen las actividades mencionadas cuenten con niveles de patrimonio adecuado para salvaguardar su solvencia; (iv) Que las operaciones de las entidades objeto de la intervención se realicen en adecuadas condiciones de seguridad y transparencia; (v) Promover la libre competencia y la eficiencia por parte de las entidades que tengan por objeto desarrollar dichas actividades; (vi) Democratizar el crédito, para que las personas no puedan obtener, directa o indirectamente, acceso ilimitado al crédito de cada institución y evitar la excesiva concentración del riesgo; (vii) Que el mercado de valores se desarrolle en las más amplias condiciones de transparencia, competitividad y seguridad, así como propender porque existan niveles crecientes de ahorro e inversión privada; (viii) Proteger y promover el

desarrollo de las instituciones financieras de la economía solidaria; (ix) Que el sistema financiero tenga un marco regulatorio en el cual cada tipo de institución pueda competir con los demás bajo condiciones de equidad y equilibrio de acuerdo con la naturaleza propia de sus operaciones.

A su vez la Ley 964 de 2005, en su artículo primero, establece los mismos objetivos expuestos por la OICV, como parámetros a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para ejercer la intervención en las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores, y adicionalmente incluye como objetivo de intervención “Preservar el buen funcionamiento, la equidad, la transparencia, la disciplina y la integridad del mercado de valores y, en general, la confianza del público en el mismo”.

- PROTECCIÓN A LOS INVERSIONISTAS.

inclusión de la protección a los inversionistas como objetivo de intervención:

- La canalización eficiente de recursos al sector productivo es uno de los elementos fundamentales para incrementar las tasas de crecimiento de una economía, razón por la cual es de vital importancia garantizar la confianza del público en el mercado de valores, en sus instrumentos de captación y en sus participantes.
- Con esta finalidad, debe propenderse por establecer medidas adecuadas de protección para los inversionistas en la medida en que éste es uno de los principales factores que se tienen en cuenta para la toma de decisiones de inversión, de tal suerte que todo esquema de intervención, regulación y supervisión debe tener como objetivo la protección de sus derechos.
- Si bien la principal medida de protección tiene que ver con la existencia de mecanismos que propendan por asegurar el flujo de información oportuna, exacta, veraz y suficiente que le permita a los inversionistas conocer los potenciales riesgos y beneficios para efectos de tomar decisiones informadas, el marco legal debe

otorgarles protección contra prácticas engañosas, fraudulentas o de manipulación, así como las relacionadas con el uso de información privilegiada²⁴.

La OICV señala las características de este objetivo de la siguiente manera:

- Los inversionistas deben estar protegidos de prácticas engañosas, de manipulación o fraudulentas, incluyendo el uso indebido de información privilegiada, la utilización en beneficio propio de información sobre valores, antes que beneficiar a los clientes y abusos en el uso de los activos de dichos clientes.
- El medio más importante para garantizar la protección de los inversionistas es la difusión de información relevante y suficiente para la toma de decisiones. De este modo, los inversionistas pueden evaluar los riesgos potenciales y los beneficios de sus inversiones y, así, proteger mejor sus propios intereses. Como componente clave de los requisitos de difusión y publicidad de la información deberán existir normas de contabilidad y auditoría de una calidad elevada e internacionalmente aceptable.
- Sólo las personas debidamente autorizadas o poseedoras de autorizaciones o licencias deberán ofrecerse al público como proveedores de servicios de inversión; por ejemplo, como intermediarios del mercado u operadores de las bolsas. Los requisitos de capital inicial y recursos mínimos exigibles deberán estar diseñados para lograr un entorno en el que una casa de valores pueda cumplir las exigencias de sus contrapartidas en cada momento y, si es necesario, liquidar su negocio sin causar pérdidas a sus clientes.
- La supervisión de los intermediarios del mercado deberá lograr la protección de los inversionistas fijando unas normas mínimas para los participantes del mercado. Los inversionistas deberán ser

²⁴ Exposición de Motivos de la Ley 964 de 2005.

tratados por los intermediarios de una manera justa y equitativa, conforme a estándares que deberán fijarse en las normas de conducta.

- Debería existir un sistema amplio y completo de los programas de inspección, supervisión y cumplimiento. Los inversionistas financieros son especialmente vulnerables a la mala conducta de los intermediarios y de otros participantes en los mercados de valores. Sin embargo, su capacidad de emprender acciones puede ser limitada. Además, para que los inversionistas estén protegidos adecuadamente, la complejidad de las operaciones con valores y la sofisticación de las técnicas fraudulentas, requieren una enérgica aplicación de la regulación.
 - Los inversionistas deberán tener acceso a un mecanismo neutral (como los tribunales u otros mecanismos para resolver conflictos) o contar con medios de resarcimiento y compensación por conductas indebidas. La supervisión y la aplicación efectivas de la ley dependen de una estrecha cooperación entre los reguladores a escala nacional e internacional.
- **GARANTIZAR QUE LOS MERCADOS SEAN JUSTOS, EFICIENTES Y TRANSPARENTES**

El Gobierno consideró que la promoción del desarrollo y la eficiencia del mercado, como objetivos para desarrollar actividades de intervención en el mercado de valores, son elementos esenciales para la profundización del mismo, pues con ello se incrementan los montos y el número de emisiones, incentivando la actuación de nuevos participantes en el desarrollo de las actividades propias del mercado de valores, la aparición de nuevas operaciones y la innovación tecnológica, en el marco de condiciones más eficientes de financiación²⁵.

La OICV señala las características de este objetivo de la siguiente manera:

²⁵ Exposición de Motivos de la Ley 964 de 2005.

- La aprobación por el regulador de los operadores de las bolsas y los sistemas de negociación, así como de las normas de negociación ayuda a asegurar unos mercados justos.
- La justicia de los mercados está estrechamente relacionada con la protección de los inversionistas y, en especial, con la prevención de prácticas de negociación indebidas.
- Las características de funcionamiento de los mercados no deben favorecer injustamente a unos usuarios frente a otros.
- La regulación deberá detectar, impedir y penalizar la manipulación del mercado y otras prácticas desleales de negociación.
- La regulación deberá tender a asegurar que los inversionistas puedan acceder de manera justa tanto al mercado como a la información de dicho mercado o a información sobre los precios.
- La regulación también deberá promover unas prácticas en el mercado que aseguren el tratamiento justo de las órdenes y un proceso de fijación de precios que sea fiable.
- En un mercado eficiente, la difusión y publicación de información relevante es puntual y generalizada, lo cual se refleja en el proceso de formación de los precios. La regulación deberá promover la eficiencia del mercado.
- La transparencia puede definirse como el grado en que la información sobre la negociación (tanto la información previa como aquella generada posteriormente a la ejecución de las operaciones) se pone a disposición del público en tiempo real. La información previa a la negociación está relacionada con la presentación de órdenes en firme como medio para permitir que los inversionistas conozcan, con algún grado de certeza, si es que pueden operar y a qué precios pueden hacerlo. La información posterior a la negociación está relacionada con los precios y el volumen que se

han cruzado en todas las operaciones individuales realmente realizadas. En este sentido, la regulación deberá garantizar los máximos niveles de transparencia.

- REDUCCIÓN DEL RIESGO EN EL SISTEMA

Considerando que el sistema financiero es vital para el adecuado funcionamiento del sistema de pagos y de la economía en general, una preocupación fundamental del regulador radica en preservar la confianza en el sistema²⁶

Es así como para la regulación del mercado de valores se consideró este primordial objetivo de reducir el riesgo, debido a que los mercados de capitales se basan en la confianza del público y en la disciplina de mercado y son extremadamente vulnerables a comportamientos irracionales, pánicos y estampidas de los inversionistas. Por ello, se hace necesario que uno de los objetivos de la intervención gubernamental en el mercado de valores se dirija a la prevención y manejo del denominado “efecto dominó” que hace que una situación de iliquidez o insolvencia de una entidad se contagie al resto de los participantes del sistema, conduciendo a la quiebra del mismo con la consecuente pérdida de recursos para los inversionistas y la economía en general.²⁷

La OICV señala las características de este objetivo de la siguiente manera:

- Aunque no se puede esperar que los reguladores impidan la quiebra financiera de los intermediarios del mercado, la regulación deberá tener por objeto reducir dicho riesgo (incluso mediante requisitos de capital y de control interno). Cuando, a pesar de todo, se produzca una quiebra, la regulación deberá aliviar su efecto y, en particular, intentar aislar el riesgo de la institución en quiebra.

²⁶ Mauricio Rosillo Rojas. Arreglos Institucionales para la Regulación y Supervisión Financiera: La Integración de la Supervisión Financiera en Colombia”. Revista de Derecho Privado de la Universidad de Los Andes. Bogotá 2004.

²⁷ Exposición de Motivos de la Ley 964 de 2005.

- Los intermediarios del mercado, por lo tanto, deberán estar sujetos a unos requisitos adecuados y constantes de recursos propios y otros requisitos prudenciales. Si es necesario, un intermediario deberá ser capaz de liquidar su negocio sin pérdidas para sus clientes y contrapartidas o sin daños para el sistema.
 - La asunción de riesgos es esencial para un mercado activo y la regulación no debe limitar innecesariamente la asunción legítima de riesgos. Antes bien, los reguladores deberán promover y permitir la gestión efectiva del riesgo y asegurar que los requisitos sobre capital y otros requisitos prudenciales son suficientes para controlarlo, para absorber las pérdidas que se puedan producir y para limitar la toma excesiva de riesgos.
 - Es esencial un proceso eficiente y preciso de compensación y liquidación que esté debidamente supervisado y utilice herramientas efectivas de gestión de riesgos.
 - Deben existir disposiciones efectivas y legalmente seguras para tratar los casos de incumplimiento. Ésta es una cuestión que va más allá del marco regulador de los mercados de valores, pasando a formar parte de las estipulaciones sobre insolvencia de una jurisdicción.
 - La inestabilidad puede surgir a causa de acontecimientos producidos en otra jurisdicción o generarse entre varias jurisdicciones, de manera que las respuestas de los reguladores a las distorsiones del mercado deberán tratar de facilitar la estabilidad a escala nacional y mundial mediante la cooperación y el intercambio de información.
- PRESERVAR EL BUEN FUNCIONAMIENTO, LA EQUIDAD, LA TRANSPARENCIA, LA DISCIPLINA Y LA INTEGRIDAD DEL MERCADO DE VALORES Y, EN GENERAL, LA CONFIANZA DEL PÚBLICO EN EL MISMO.

Estos factores están estrechamente relacionados con la protección de los derechos de los inversionistas y, muy especialmente, con un proceso

adecuado de formación de precios. En efecto, la garantía para que los inversionistas puedan acceder de manera justa y sin discriminación al mercado y a la información es indispensable para la protección de los derechos de los mismos.

Para garantizar la obtención de este objetivo, el esquema de regulación y supervisión se concentra en la definición, detección y sanción de las prácticas desleales de negociación y las conductas contrarias al mercado. Lo anterior, debe fomentar un proceso de formación de precios eficiente y transparente, fomentando la confianza del público en el mercado de valores²⁸.

2.2. LOS PRINCIPIOS PARA LA REGULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES QUE SUPONEN LA PUESTA EN PRÁCTICA DE LOS OBJETIVOS Y HERRAMIENTAS NECESARIAS PARA SU EFECTIVA IMPLEMENTACIÓN.

Para cumplir los tres objetivos anteriormente descritos, la OICV ha establecido principios los cuales están agrupados en las siguientes categorías: (i) Principios relativos al Regulador (ii) Principios relativos a la autorregulación (iii) Principios relativos a la aplicación de la regulación del mercado de valores (iv) Principios relativos a la cooperación en la regulación, (v) Principios relativos a los emisores, (vi) Principios relativos a las instituciones de inversión colectiva, (vii) Principios relativos a los intermediarios del mercado y (viii) Principios relativos al mercado secundario.

Teniendo en cuenta la extensión del análisis de cada uno de estos principios y que el presente documento se refiere específicamente al régimen sancionatorio del mercado de valores, a continuación sólo se hará referencia a aquel grupo que desarrolla principios que tienen relación con el objeto de estudio.

De esta manera se analizará el grupo denominado “Principios para la Aplicación de la Regulación de Valores”, el cual consagra (i) que el regulador debe tener

²⁸ Exposición de Motivos de la Ley 964 de 2005.

extensos poderes de inspección, investigación y supervisión, (ii) que el regulador debe tener amplios poderes para la aplicación de la ley y (iii) que el sistema regulador debe garantizar un uso efectivo y creíble de los poderes de inspección, investigación, supervisión, aplicación de la ley y la implantación de un programa efectivo de cumplimiento.

La OICV ha establecido que el carácter complejo de las operaciones de valores requiere una aplicación rigurosa de la regulación correspondiente, de tal manera que las competencias de supervisión e inspección, además de las de investigación, permitan impedir, hacer cumplir, sancionar, resarcir y corregir las infracciones de la legislación sobre valores y de esta manera ha desarrollado los siguientes principios:

- **EL REGULADOR TENDRÁ EXTENSOS PODERES DE INSPECCIÓN, INVESTIGACIÓN Y SUPERVISIÓN:** De conformidad con este principio el regulador debe tener competencias para realizar tareas de supervisión e investigación, obtener información y tomar las medidas oportunas de inspección para hacer que las entidades reguladas cumplan con la normativa del mercado de valores. Para el desarrollo de este principio el regulador deberá crear programas de inspección y cumplimiento, que le permitan:
 - El seguimiento de la conducta de los intermediarios del mercado mediante inspección y supervisión que ayude a garantizar el mantenimiento de normas de elevada calidad y la protección de los inversionistas.
 - Implementar procedimientos de prevención los cuales complementan los procedimientos de investigación y aplicación de la ley.
 - Hacer remisión de información o llevar a cabo inspecciones de operaciones empresariales cuando opine que es necesario para asegurar el cumplimiento de las normas pertinentes. La sospecha de una violación de la ley no debería ser un requisito previo necesario para el uso de los poderes de inspección respecto a personas autorizadas o con licencia.

- EL REGULADOR TENDRÁ AMPLIOS PODERES DE APLICACIÓN DE LA REGULACIÓN: Este principio se refiere a las acciones que puede emprender el regulador cuando detecta una infracción de la legislación del mercado de valores por parte de cualquier persona, a diferencia del anterior principio que se refiere exclusivamente a entidades reguladas

Debido a que los inversionistas de los mercados de valores son especialmente vulnerables a la mala conducta de los intermediarios y otros, el regulador, deberá estar dotado de unos amplios poderes de investigación y de aplicación de las normas, entre ellos:

- Poderes reguladores y de investigación para obtener datos, información, documentos, extractos y registros de personas implicadas en la conducta objeto de investigación o que tengan información pertinente para la misma;
 - Poder para obtener mandatos judiciales y/o tomar otras medidas para asegurar el cumplimiento de estos poderes reguladores, administrativos y de investigación;
 - Poder para imponer sanciones administrativas y/u obtener sentencias de los tribunales de justicia;
 - Poder para iniciar o trasladar asuntos para su persecución penal;
 - Poder para ordenar la suspensión de la negociación de valores o adoptar otras actuaciones apropiadas;
 - Cuando se puedan emprender acciones ejecutivas, poder para formalizar acuerdos ejecutables y para aceptar compromisos vinculantes.
- EL MARCO REGULADOR GARANTIZARÁ UN USO EFECTIVO Y CREÍBLE DE LOS PODERES DE INSPECCIÓN, INVESTIGACIÓN, SUPERVISIÓN Y APLICACIÓN DE LA LEGISLACIÓN Y LA IMPLANTACIÓN DE UN PROCEDIMIENTO EFECTIVO DE SU CUMPLIMIENTO: De acuerdo con este principio se requiere que el regulador

demuestre que el marco regulador y su propia organización posibilitan un ejercicio eficaz y verosímil de sus competencias de supervisión e inspección.

En concreto, el regulador debe estar en condiciones de demostrar la existencia de un sistema que contemple medidas eficaces de investigación e inspección, y que esas medidas efectivamente se han tomado cuando haya sido necesario para controlar conductas inadecuadas o abusos. Por ejemplo, en un programa eficaz podrían combinarse varias formas de identificar, detectar, disuadir y sancionar estas conductas inadecuadas. Son muchas las posibles sanciones que podrían aplicarse, dependiendo de la naturaleza del sistema jurídico de que se trate, pero el regulador debe estar en condiciones de demostrar documentalmente que las sanciones previstas, sean cuales sean, son eficaces y proporcionadas y tienen fuerza disuasoria.

2.3. CRITERIOS DE INTERVENCIÓN EN EL MERCADO DE VALORES

La Ley 964 de 2005, en su artículo primero, señala los criterios que orientan la actividad regulatoria del Gobierno Nacional, acogiendo las recomendaciones internacionales para efectos de garantizar una adecuada regulación y supervisión del mercado de valores promovidas por la OICV, con el fin de garantizar a los participantes del mercado altos estándares de seguridad jurídica y protección contra posibles arbitrariedades o abusos por parte del Gobierno Nacional cuando éste ejerza las facultades de intervención²⁹.

De esta manera, el Gobierno Nacional debe actuar con sujeción a los siguientes criterios, en el ejercicio de sus facultades de intervención en las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores:

- Que se promueva el desarrollo y la democratización del mercado de valores, así como su conocimiento por parte del público.
- Que la regulación y la supervisión del mercado de valores se ajusten a las

²⁹ Exposición de Motivos Ley 964 de 2005.

innovaciones tecnológicas y faciliten el desarrollo de nuevos productos y servicios dentro del marco establecido en la ley.

- Que las normas y los procedimientos sean ágiles, flexibles y claros, y que las decisiones administrativas sean adoptadas en tiempos razonables y con las menores cargas administrativas posibles.
- Que los costos de la supervisión y la disciplina del mercado de valores sean eficientes y equitativamente asignados, y que las cargas que se impongan a los participantes del mercado sean consideradas, teniendo en cuenta, en la medida de lo posible, la comparación entre el beneficio y el costo de las mismas.
- Que se evite impedir o restringir la competencia.
- Que se dé prelación al sentido económico y financiero sobre la forma, al determinar si algún derecho o instrumento es un valor, o si alguna actividad es de aquellas que requieran autorización o registro y, en general, cuando expida normas dirigidas a la protección de los derechos de los inversionistas.
- Que el mercado de valores esté provisto de información oportuna, completa y exacta.
- Que se garantice que las operaciones realizadas en el mercado de valores sean llevadas hasta su puntual y exacta compensación y liquidación.
- Que se propenda porque en la regulación y la supervisión se eviten los arbitrajes, procurando que exista uniformidad en las normas que se expidan.

De conformidad con los razonamientos del Gobierno, los anteriores criterios propenden por: (i) la promoción del desarrollo del mercado de valores y su conocimiento por parte del público; (ii) contar con regulación y supervisión ajustadas a las innovaciones tecnológicas, facilitando el desarrollo de nuevos productos y servicios, con normas y procedimientos ágiles, flexibles y claros; (iii) la

adopción de decisiones administrativas en tiempos razonables y con las menores cargas administrativas posibles; y por establecer costos de supervisión y disciplina del mercado eficiente y equitativamente, (iv) por evitar que se impida o restrinja la competencia; (v) dar prelación al sentido económico y financiero sobre la forma, al determinar si algún derecho o instrumento es un valor, o si alguna actividad es de aquellas que requieran autorización o registro, (vi) dotar al mercado de valores de información oportuna, completa y exacta, (vii) garantizar que las operaciones realizadas en el mercado de valores sean llevadas hasta su puntual y exacta compensación y liquidación y (viii) por evitar los arbitrajes regulatorios.³⁰

3. INTERVENCIÓN DEL ESTADO EN EL MERCADO DE VALORES.

El artículo 335 de la Constitución Política de Colombia establece que “Las actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos de captación a las que se refiere el literal d) del numeral 19 del artículo 150 son de interés público y sólo pueden ser ejercidas previa autorización del Estado, conforme a la ley, la cual regulará la forma de intervención del Gobierno en estas materias y promoverá la democratización del crédito.

Con el fin de determinar el alcance de la anterior norma constitucional frente al tema de nuestro Interés, se deben destacar varios elementos:

3.1. ACTIVIDADES OBJETO DE INTERVENCIÓN

La norma constitucional analizada señala cuatro clases de actividades económicas: (i) Actividad financiera, (ii) Actividad bursátil, (iii) Actividad aseguradora y (iv) Cualquier otra actividad relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público.

De esta manera, en el ámbito constitucional se establece que la actividad bursátil no puede ser desarrollada con plena libertad, pues nadie puede ejercerla o

³⁰ Exposición de Motivos de la Ley 964 de 2005.

explotarla sin la previa autorización del Estado, la cual solo puede ser otorgada conforme a la Ley, mediante autorización, permiso o licencia expedida por una autoridad administrativa³¹.

Es importante tener en cuenta que tradicionalmente las bolsas han sido el mercado oficial de valores, pero la complejidad de la vida financiera ha dado lugar a que el derecho bursátil de paso al derecho del mercado de valores.³²

La Corte Constitucional, ha señalado que la intervención del Gobierno en el manejo de las actividades del mercado de valores y demás que tengan que ver con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público busca que “estas actividades se realicen en concordancia con el interés público; que se tutelen los intereses de los usuarios que acuden a los servicios de las entidades que los ofrecen; que se ofrezcan, en general, condiciones patrimoniales y de manejo institucional que garanticen adecuadas condiciones de seguridad y transparencia en el manejo de los recursos de los ahorradores, depositarios y asegurados”³³.

Respecto del mercado de valores la Corte Constitucional ha considerado que, desde el punto de vista constitucional, esta actividad es una actividad que requiere de la injerencia del Estado, “mediante la inspección y la vigilancia en las distintas etapas de los procesos económicos que en su seno se llevan a cabo, todo con el fin de asegurar que el sistema en su conjunto obedezca a directrices claras y definidas y por las cuales se racionalice la competencia, de modo que no sea el sólo juego de las leyes de oferta y demanda -en este caso de acciones, títulos de deuda pública o privada y demás valores- el que gobierne las transacciones bursátiles y extrabursátiles y el que imponga las condiciones que deben orientar el desarrollo del mercado de capitales y la propiedad de las unidades de explotación

³¹ Jorge Enrique Ibáñez Najar. El Tratamiento Constitucional de la Actividad Financiera. Temas de Derecho financiero Contemporáneo. Universidad del Rosario. Bogotá 2006.

³² Fernando Zunzunegui. Derecho del Mercado Financiero. Tercera Edición. Ediciones Jurídicas y Sociales Marcial Pons. Madrid 2006

³³ Corte Constitucional. Sentencia SU-57 de marzo 10 de 1999. Magistrado Ponente: Alejandro Martínez Caballero. Expedientes T-153.327 y T-152.413 (acumulados)

económica.³⁴

3.2. MERCADO DE VALORES

El mercado de valores ha sido definido como parte del mercado de capitales que facilita los recursos a largo plazo necesarios para el normal desenvolvimiento del sector real de la economía, mediante la emisión de activos financieros, también llamados títulos valores o valores mobiliarios.³⁵ De esta manera el mercado de valores es el conjunto de operaciones de oferta (venta) y demanda (compra) de valores de corto, mediano y largo plazo emitidos por empresas privadas, públicas, mixtas, municipalidades y otras cuya característica es el establecimiento de una vinculación directa entre el inversionista y la empresa. Por su parte, por mercado público de valores o mercado no intermediario se entiende la transferencia de los recursos de los ahorradores a las actividades de inversión y financiación las cuales se llevan a cabo mediante la emisión, suscripción, intermediación y negociación de instrumentos tales como Títulos de Renta Fija (CDT, bonos, papeles comerciales), Títulos de Renta Variable (Acciones, BOCAS, etc.), Derivados, Futuros, etc., emitidos en serie o en masa de los cuales se realice oferta pública, que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de participación y de tradición o representativos de mercancías.³⁶ Es importante aclarar que esta definición, extraída de la página web de la Bolsa de Valores de Colombia, contiene elementos de la definición que traía la antigua ley 32 de 1979 en su artículo 6º, tales como la emisión de documentos en serie o en masa y la oferta pública, que posteriormente fueron modificados por la Ley 964 de 2005.

De acuerdo a lo anteriormente analizado y teniendo en cuenta la organización del ente estatal como un Estado Social de Derecho, que le permita garantizar un orden político, económico y social justo, con el fin de satisfacer los intereses de la

³⁴ Corte Constitucional. Sentencia C-397 de septiembre 7 de 1995. Magistrado Ponente: José Gregorio Hernández. Expediente D-840

³⁵ Néstor Humberto Martínez Neira. Intervención del Estado en el Mercado Público de Valores. Temis. Bogotá. 1986.

³⁶ Definición contenida en <http://www.bvc.com.co>

comunidad en general, la manera en que se encuentre organizado y estructurado el mercado de valores cobra gran importancia, toda vez que esta actividad ha sido catalogada en el ámbito constitucional como de orden público y desempeña un papel importante en la economía del país.

Al respecto, la Corte Constitucional ha señalado que “es preciso que, con arreglo a las normas generales de la ley marco y según los reglamentos del Gobierno, se organice el mercado de valores, mediante un sistema eficiente, a cargo de un organismo público responsable, que ejecute las políticas fijadas por la ley y por el Gobierno, que lleve el registro nacional de valores e intermediarios, que señale las reglas específicas que deben observarse dentro del mercado primario y secundario de valores, que establezca los requisitos para intermediar con ellos, que prevenga las prácticas monopolísticas y las operaciones encaminadas al control indebido de las empresas, que consagre las formas específicas de control y vigilancia, así como las sanciones aplicables a las infracciones que se cometan, y que se haga presente, a través de sus agentes, en las bolsas de valores y las entidades comisionistas, para evitar en concreto las distorsiones económicas que la normatividad proscrib[e].³⁷

Con anterioridad a la expedición de la Ley 964 de 2005, el concepto de mercado de valores se encontraba definido en el artículo 6° de la Ley 32 de 1979, que definía tal mercado a partir de los elementos que lo integraban estableciendo que: “Conforman el mercado de valores la emisión, suscripción, intermediación y negociación de los documentos emitidos en serie o en masa, respecto de los cuales se realice oferta pública³⁸, que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de participación y de tradición o representativos de mercancías”. De esta manera se establecía que las actividades que se realizaran dentro del ámbito de tal definición serían objeto de regulación por parte del Gobierno, mientras que las

³⁷ Corte Constitucional. Sentencia C-397 de septiembre 7 de 1995. Magistrado Ponente: José Gregorio Hernández. Expediente D-840.

³⁸ De conformidad con la Resolución 400 de 1995, una oferta pública es aquella que esta dirigida a personas no determinadas o dirigida a 100 o más personas determinada. Por su parte la Ley 964 de 2005 señala que también puede haber oferta pública cuando esta dirigida a sectores o grupos de personas relevantes o cuando se realicen por algún medio de comunicación masiva para suscribir, enajenar o adquirir valores.

actividades que no se enmarcaran dentro de los parámetros previstos en el mencionado artículo, harían parte del denominado mercado privado, sujeto a las reglas propias del Código Civil y de Comercio y ajeno a la intervención regulatoria por parte de las autoridades competentes³⁹. Actualmente, con la expedición de la Ley 964 de 2005, se aparta el concepto de oferta pública, basado en las emisiones en serie o en masa, para pasar a una noción en la cual es indiferente la forma jurídica o práctica a través de la cual se instrumente la captación de recursos del público y la forma en que se circule o se negocie el instrumento financiero, atendiendo a la realidad económica de la operación⁴⁰

3.2.1. ACTIVIDADES CONSTITUTIVAS DEL MERCADO DE VALORES

La 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, define lo que se entiende por actividades del mercado de valores, de tal forma que las personas que realicen dichas actividades se considerarán participantes del mercado, deberán contar con la previa inscripción en el Sistema Integral de Información del Mercado de Valores –SIMEV- y serán supervisados por parte de la Superintendencia Financiera, salvo que se encuentren sujetas a la supervisión de otra

³⁹ Luis Fernando López Roca. Ley de Mercado de Valores. Publicado en <http://www.uexternado.edu.co/noticias/pdf/MercadoValores/LuisFLopezRoca.ppt>

⁴⁰ Exposición de Motivos de la Ley 964 de 2005. Citada por Luis Fernando López Roca en: Ley de Mercado de Valores. Publicado en www.uexternado.edu.co/noticias/pdf/MercadoValores/LuisFLopezRoca.ppt. El artículo 2 de la Ley 964 de 2005 define valor como “todo derecho de naturaleza negociable que haga parte de una emisión, cuando tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público, incluyendo los siguientes: a) Las acciones; b) Los bonos; c) Los papeles comerciales; d) Los certificados de depósito de mercancías; e) Cualquier título o derecho resultante de un proceso de titularización; f) Cualquier título representativo de capital de riesgo; g) Los certificados de depósito a término; h) Las aceptaciones bancarias; i) Las cédulas hipotecarias; j) Cualquier título de deuda pública.

superintendencia. En este último evento, la Superintendencia Financiera ejercerá funciones de supervisión únicamente en cuanto hace relación al cumplimiento de las normas propias del mercado, propendiendo por mantener su integridad y disciplina⁴¹.

De conformidad con el artículo 3 de la Ley 964 de 2005, por medio de la cual se dictaron normas y se señalaron 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, las actividades del mercado de valores son: (i) La emisión y la oferta de valores, (ii) La intermediación de valores, (iii) La administración de fondos de valores, fondos de inversión, fondos mutuos de inversión, fondos comunes ordinarios y fondos comunes especiales, (iv) El depósito y la administración de valores, (v) La administración de sistemas de negociación o de registro de valores, futuros, opciones y demás derivados, (vi) La compensación y liquidación de valores, (vii) La calificación de riesgos, (viii) La autorregulación, (ix) El suministro de información al mercado de valores, incluyendo el acopio y procesamiento de la misma, (x) Las demás actividades previstas en la ley o que determine el Gobierno Nacional, siempre que constituyan actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores.

3.2.2. IMPORTANCIA ECONÓMICA DEL MERCADO DE VALORES.

La Organización Internacional de Comisiones de Valores - OICV - (IOSCO por sus siglas en inglés) ha señalado las siguientes características del mercado de valores, que avalan su importancia para la economía⁴²:

- Los mercados de valores son vitales para el crecimiento, el desarrollo y la fortaleza de las economías de mercado; dan soporte a las iniciativas de las empresas, financian la implantación de ideas nuevas y facilitan la gestión del riesgo financiero.

⁴¹ Exposición de Motivos Ley 964 de 2005.

⁴² IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation, IOSCO Report 2003. Publicado en www.iosco.org.

- Dado que los inversionistas minoritarios colocando una proporción creciente de su dinero en fondos de inversión y otras instituciones de inversión colectiva, los mercados de valores se han convertido en un pilar esencial para la riqueza, el ahorro y los planes de jubilación de las personas.

Por su parte el Gobierno Nacional al someter a consideración del Congreso de la República el proyecto de la Ley 964 de 2005, hizo un análisis del desarrollo de la economía colombiana con el fin de motivar su expedición. Al respecto se señaló que buena parte de los recursos con los que cuenta el sector real para financiar su crecimiento son suministrados por el sistema bancario y que debido a sus elevados costos y a los límites que existen para acceder a los recursos bancarios es necesario dotar a este sector de la economía de canales de financiación alternativos. De esta manera el Gobierno resaltó las siguientes ventajas que resultarían de fomentar el desarrollo del mercado de instrumentos como acciones, bonos de largo plazo, instrumentos estructurados e instrumentos de cobertura, entre otros⁴³:

- La mayor parte del ahorro en Colombia está en cabeza de inversionistas institucionales y particularmente de las sociedades Administradoras de Fondos de Pensiones. Un mercado de capitales profundo y fortalecido, le abre posibilidades de inversiones a estos fondos de tal manera que obtengan una mayor rentabilidad y un menor riesgo, en la medida en que se tiene una mayor variedad de instrumentos financieros para invertir los recursos.

En ese mismo sentido, resulta del caso señalar que la experiencia internacional muestra que las AFP han financiado buena parte de la inversión de los países a través de los mercados de valores, dada su naturaleza de inversionistas de largo plazo. De esta manera, el mercado de capitales es el llamado a crear el espacio necesario para que las empresas

⁴³ Exposición de motivos al proyecto de ley “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”.

puedan financiar sus proyectos a plazos mayores y costos más bajos y para que los recursos de los inversionistas institucionales tengan mayores rentabilidades y oportunidades de inversión.

- A través del mercado de capitales se fomenta la canalización eficiente del ahorro interno hacia la financiación del sector productivo y se contribuye con la democratización de la propiedad.

De esta manera, el mercado de valores, como el conjunto de operaciones realizadas por los inversionistas con el fin de negociar títulos valores permitiendo, entre otras cosas, canalizar eficientemente el ahorro del público al sector productivo⁴⁴, se configura como una actividad que implica manejo, aprovechamiento e inversión de recursos del público que legitima la intervención del Gobierno Nacional mediante la expedición de las normas del mercado de valores.

3.3. INTERÉS PÚBLICO

La Constitución Política de Colombia estableció que la actividad bursátil tiene el carácter de interés público debido a que esta actividad económica implica la captación de recursos de ahorradores e inversionistas, quienes requieren de una protección especial por parte del Estado.

El carácter de interés público de la actividad bursátil se concreta entre otros temas, en la inspección y vigilancia de la Superintendencia de Valores (hoy Superintendencia Financiera de Colombia), quien debe intervenir para mantener el mercado bursátil debidamente organizado, debe velar porque quienes participan en él desarrollen su actividad en condiciones de igualdad, transparencia y que no se ponga en peligro ni se lesione el interés público y específicamente el interés de los inversionistas⁴⁵.

⁴⁴ Superintendencia de Valores. República de Colombia. Ministerio de Hacienda y Crédito Público. El Mercado de Valores, su gran oportunidad. Tercera Edición. 1997.

⁴⁵ Corte Constitucional. Sentencia SU 166 de marzo 17 de 1996. Magistrado Ponente: Alejandro Martínez Caballero. Expediente T-155.044

3.4. INTERVENCIÓN DEL ESTADO EN EL MERCADO DE VALORES MEDIANTE EL EJERCICIO DE FACULTADES REGULADORAS Y DE SUPERVISIÓN.

La Corte Constitucional se ha pronunciado respecto del ejercicio de estas facultades en el mercado de valores, señalando que la regulación emanada de la autoridad administrativa, con funciones de inspección, vigilancia sobre la actividad bursátil debe expedirse para organizar el mercado de valores y corregir los errores de su imperfección, así como para delimitar el ejercicio de la libertad de empresa y preservar una sana y transparente competencia, mediante un sistema eficiente de sanciones aplicables a las infracciones que se cometan⁴⁶.

De esta manera, la facultad de regulación en cabeza del Estado puede abordarse desde dos puntos de vista: económico y jurídico. Desde la perspectiva económica, la intervención del Estado por medio de la regulación es un mecanismo a través del cual el Estado busca corregir las fallas del mercado⁴⁷, toda vez que el Estado desempeña tres grandes funciones en las economías de mercado: fomentar la eficiencia, la equidad y el crecimiento mediante la distribución equitativa de los recursos y la estabilidad macroeconómica⁴⁸. Por su parte, jurídicamente la regulación es el instrumento de intervención del Estado que se realiza a través de normas de diferente jerarquía emitidas por los órganos legislativos y ejecutivo, que busca la realización de un fin concreto de política económica⁴⁹.

⁴⁶ Corte Constitucional. Sentencia C- 406 de mayo 4 de 2004. Magistrada Ponente: Clara Inés Vargas Hernández. Expediente D-4874. Sentencia C-1162 de 2000. Magistrado Ponente: José Gregorio Hernández Galindo.

⁴⁷ Mauricio Rosillo Rojas. Arreglos Institucionales para la Regulación y Supervisión Financiera: La Integración de la Supervisión Financiera en Colombia. Revista de Derecho Privado No. 32. Ediciones Uniandes. Bogotá 2004.

⁴⁸ Paul A. Samuelson y William D. Nordhaus. Economía. Mac Graw – Hill. España 1996.

⁴⁹ Mauricio Rosillo Rojas. Arreglos Institucionales para la Regulación y Supervisión Financiera: La Integración de la Supervisión Financiera en Colombia. Revista de Derecho Privado No. 32. Ediciones Uniandes. Bogotá 2004.

Es así como, de conformidad con las normas generales que dicte el Congreso de la República, las cuales establecen criterios y objetivos del mismo carácter sobre el mercado de valores, el Gobierno Nacional debe cumplir con su función de regulación mediante la expedición de actos administrativos normativos de carácter general.

Esta delimitación de competencias entre el Ejecutivo y el Legislativo, obedece claramente a los lineamientos que sobre el particular ha fijado la Corte Constitucional.

Respecto de la competencia regulatoria en el mercado de valores, repartida entre el Congreso de la República y el Gobierno Nacional, la Corte Constitucional señaló que “La diferencia entre lo que atañe al Congreso y al Gobierno, a la luz de los mencionados preceptos superiores (art. 150, numeral 19, literal d), y 335 C.P.), no está señalada a partir de una discriminación por materias. No. Se trata de los mismos asuntos -la actividad financiera, bursátil y aseguradora y cualquiera otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público-, pero la competencia está repartida entre el legislador y el Ejecutivo, según el momento en que obre cada uno respecto de los temas en cuestión: la fijación de políticas, orientaciones y criterios, en términos generales y abstractos, es del resorte exclusivo del Congreso; la concreción, en normas o medidas específicas, fundadas en la ley pero limitadas por el marco de la misma, está en cabeza del Gobierno.⁵⁰”

Así mismo, respecto de la distribución de competencias entre el Congreso de la República para dictar normas, criterios y objetivos generales y el Gobierno para regular el mercado de valores, la Corte Constitucional estableció que “para la regulación de las actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquiera otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público, la Carta establece un reparto particular de competencias, pues atribuye al Congreso la expedición de leyes marco o cuadro, que deben limitarse a señalar las normas generales que rigen esas actividades, e indicar los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno en su intervención, mientras que

⁵⁰ Corte Constitucional. Sentencia C-955 de julio 26 de 2000. Magistrado Ponente: José Gregorio Hernández Galindo. Expediente D-2823.

corresponde al Ejecutivo ejercer la intervención en esas actividades, así como desarrollar la inspección y vigilancia de las entidades que adelantan esas labores. Este reparto de competencias se explica por cuanto la actividad financiera es muy dinámica y cambiante, y por ello la Constitución reconoció la necesidad de que las regulaciones de ese sector de la economía pudieran también realizarse y ajustarse en forma rápida. La Carta optó entonces por fijar esa particular colaboración entre el Legislativo y el Ejecutivo, de suerte que el primero señala al Gobierno “las pautas generales dentro de las cuales éste último debe desarrollar en concreto su facultad reglamentaria ejecutando esos principios en una forma dinámica y de fácil modificación”⁵¹.

Teniendo en cuenta lo anterior es preciso tener en cuenta las competencias otorgadas por la Constitución Política de Colombia al Congreso de la República y al Gobierno Nacional respecto del mercado de valores.

3.4.1. COMPETENCIAS OTORGADAS POR LA CONSTITUCIÓN POLÍTICA DE COLOMBIA AL CONGRESO DE LA REPÚBLICA.

Teniendo en cuenta que el mercado de valores, debido a que implica el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público, es una actividad económica de orden público que requiere de la intervención del Estado para su ejercicio, la Constitución Política de Colombia otorgó al Congreso de la República la función de expedir normas de carácter general que brinden al Gobierno los parámetros y lineamientos para intervenir en esta actividad.

Es así como, respecto de la actividad que se desarrolla mediante el mercado de valores la Constitución Política de Colombia consagra las siguientes competencias al Congreso de la República:

- Expedir las normas a las cuales debe sujetarse el Gobierno para el ejercicio de las funciones de inspección y vigilancia que le señala el numeral 24 del

⁵¹ Corte Constitucional. Sentencia C-123 de febrero 18 de 2003. Magistrado Ponente: Eduardo Montealegre Lynett. Expediente D-4189

artículo 189 de la Constitución Política⁵².

- Dictar las normas generales, y señalar en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno para regular la actividad bursátil⁵³.
- Expedir normas con sujeción a las cuales el Estado puede autorizar el ejercicio de la actividad bursátil⁵⁴.
- Regular la intervención en la actividad bursátil⁵⁵.

De esta manera la intervención del Gobierno en esta actividad debe entonces llevarse a cabo dentro del marco normativo establecido por el Congreso de la República.

En ejercicio de estas competencias el Congreso de la Republica expidió la Ley 964 de 2005, la cual en su primera parte tiene el carácter de ley marco, toda vez que por medio de esta se imponen normas generales a las 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. De esta manera, en el título primero de esta Ley, denominado 'De la Intervención del Gobierno Nacional' se incluyen tres capítulos relacionados con: (i) Los objetivos y criterios de la intervención, (ii) La determinación del concepto de valor y de las actividades del mercado de valores y (iii) La definición de los instrumentos de la intervención en el mercado de valores.

Adicionalmente, la Ley 964 de 2005 contiene las siguientes disposiciones de naturaleza ordinaria, para responder a necesidades concretas del mercado: (i) La creación del Sistema Integral de Información del Mercado de Valores, (ii) La regulación de los sistemas de compensación y liquidación de valores, (iii) La creación de las Cámaras de Riesgo Central de Contraparte, (iv) La redefinición del esquema de autorregulación, (v) Modificaciones en el régimen de las sociedades

⁵² Constitución Política de Colombia. Artículo 150, numeral 8.

⁵³ Constitución Política de Colombia. Artículo 150, numeral 19, letra d.

⁵⁴ Constitución Política de Colombia. Artículo 335.

⁵⁵ Constitución Política de Colombia. Artículo 189, numeral 25.

inscritas y los emisores de valores orientadas a brindar una mayor protección a los inversionistas, (vi) Nuevas facultades de supervisión para la Superintendencia Financiera y (vii) El nuevo régimen sancionatorio para el ejercicio de sus funciones de policía administrativa⁵⁶.

3.4.2. COMPETENCIAS OTORGADAS POR LA CONSTITUCIÓN POLÍTICA DE COLOMBIA AL GOBIERNO NACIONAL

Respecto del mercado de valores, la Constitución Política de Colombia atribuye al Presidente de la República las siguientes competencias:

- Regular esta actividad económica de conformidad con los objetivos y criterios señalados en las normas que para el efecto dicte el Congreso de la República⁵⁷.
- Autorizar en nombre del Estado y conforme a la ley el ejercicio de la actividad bursátil⁵⁸.
- Ejercer, de acuerdo con la ley, la inspección, vigilancia y control sobre las personas que realicen actividades bursátiles⁵⁹.
- Ejercer la intervención en la actividad bursátil⁶⁰.

Teniendo en cuenta el carácter de ley marco que tiene la primera parte de la Ley 964, por medio de la cual el Congreso de la República dictó normas generales a las 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, es importante resaltar la labor normativa del Presidente de República, toda vez que para la aplicación de una norma marco

⁵⁶ Exposición de Motivos de la Ley 964 de 2005.

⁵⁷ Constitución Política de Colombia. Artículo 150, numeral 19, letra d.

⁵⁸ Constitución Política de Colombia. Artículo 335.

⁵⁹ Constitución Política de Colombia. Artículo 189, numeral 24.

⁶⁰ Constitución Política de Colombia. Artículo 189, numeral 25 y artículo 335.

(ley) es necesaria la respectiva reglamentación (decreto), la cual no puede expedirse si no tiene como fundamento el respectivo marco⁶¹.

Es así como, con base en criterios y objetivos señalados por el Congreso de La Republica, en la Ley 964 de 2005 el Gobierno Nacional tiene la facultad para intervenir en las actividades del mercado de valores, por medio de la expedición de normas para⁶²:

- Determinar cuales actividades deben hacer parte del mercado de valores.
- Establecer la regulación aplicable a los valores.
- Establecer la regulación aplicable a las entidades sometidas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia Financiera.
- Determinar los casos en los cuales las entidades vigiladas por la anterior Superintendencia Bancaria o por la Superintendencia de la Economía Solidaria pueden realizar nuevas actividades de intermediación en el mercado de valores, sin perjuicio de la realización de las operaciones conexas a su objeto social.
- Definir quiénes tienen la calidad de cliente inversionista y de inversionista profesional.
- Dictar las normas relacionadas con la organización y funcionamiento del Sistema Integral de Información del Mercado de Valores, SIMEV.
- Establecer las normas dirigidas a la divulgación de información que se deba suministrar a la Superintendencia Financiera
- Dictar normas que desarrollen la autorregulación.
- Regular la actividad en el mercado de valores de quienes desarrollen

⁶¹ Exposición de Motivos de la Ley 964 de 2005.

⁶² Ley 964 de 2005. Artículo 4.

intermediación de valores.

- Regular la emisión, suscripción y colocación de los títulos de deuda pública.
- Dictar normas relacionadas con el gobierno corporativo de las bolsas de valores, de los sistemas de negociación de valores, de las bolsas de futuros y opciones, de las bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros commodities, de los depósitos centralizados de valores y de las cámaras de riesgo central de contraparte.
- Determinar los casos en los cuales los intermediarios de valores, los emisores de valores y las carteras colectivas deberán calificarse por una entidad previamente autorizada por el Estado.

Es importante resaltar la atribución otorgada por la Ley al Gobierno Nacional, por medio de la cual lo faculta para compilar las normas de la Ley 964 de 2005 y las demás normas relacionadas con el mercado de valores, las entidades sometidas a inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia Financiera y las facultades y funciones asignadas a esta, de tal manera que se pueda contar, dentro del ordenamiento, con un estatuto que contenga, de manera compilada, las normas de superior jerarquía del mercado de valores.

Teniendo en cuenta lo anteriormente expuesto, se puede observar como el Congreso de la República y Gobierno, están en la obligación de establecer el marco normativo dentro del cual la Superintendencia Financiera de Colombia, organismo mediante el cual el Presidente de la República cumple sus atribuciones constitucionales, desarrolla sus competencias de vigilancia, regulación y promoción del mercado de valores.

Como complemento a la descrita potestad de regulación, el Estado cuenta con facultades de supervisión que implican la puesta en marcha de un sistema de seguimiento a la evolución de cada una de las instituciones financieras y del mercado de valores para verificar la regularidad de las operaciones, asegurar su estabilidad y la existencia de adecuados flujos de información. Igualmente, implica la potestad para adoptar los correctivos pertinentes y sancionar las conductas que

se aparten del ordenamiento legal⁶³. De esta manera el Estado, con fundamento en sus facultades de supervisión puede verificar el cumplimiento de las normas emitidas en virtud de su facultad reguladora, tomar las medidas preventivas para evitar su vulneración e imponer sanciones a que haya lugar cuando se verifique su incumplimiento.

4. INTERVENCIÓN DEL ESTADO EN EL MERCADO DE VALORES MEDIANTE EL EJERCICIO DE FACULTADES SANCIONATORIAS

Una de las formas de garantizar el funcionamiento del mercado en forma transparente, eficiente y profesional y que los participantes en el mismo cumplan las reglas previstas para el desarrollo de las actividades que en él se desarrollan, es establecer de una manera clara, coherente y unificada las conductas prohibidas, la posibilidad de imponer sanciones a quien incurra en las mismas y las reglas de procedimiento a que quedan sometidos, tanto quien ejerce la potestad sancionatoria, como aquél que resulta sujeto pasivo de las mismas.⁶⁴

Con la expedición de la Ley 964 de 2005 se implementaron mecanismos que dentro del marco constitucional permiten tener normas coercitivas eficientes a través de reglas claras, procesales ágiles, sanciones con mayor capacidad disuasoria y posibilidad de desarrollar una función punitiva coordinada entre el supervisor y el autorregulador del mercado de valores⁶⁵.

De esta manera, con la Ley 964 de 2005, de una forma ordenada y sistemática, se expidieron normas sustantivas y procedimentales del régimen sancionatorio

⁶³ Néstor Humberto Martínez Neira. *Sistemas Financieros: fundamentos Jurídicos y Económicos Para la Iniciación de su Estudio en América Latina*. Citado por Mauricio Rosillo Rojas. *Arreglos Institucionales para la Regulación y Supervisión Financiera: La Integración de la Supervisión Financiera en Colombia*. Revista de Derecho Privado No. 32. Ediciones Uniandes. Bogotá 2004.

⁶⁴Exposición de Motivos de la Ley 964 de 2005.

⁶⁵ Jeannette Forigua Rojas. *Algunos Aspectos del Régimen Sancionatorio de la Nueva Ley del Mercado de Valores*. Temas de Derecho Financiero Contemporáneo. Universidad del Rosario. Bogotá 2006.

aplicable al mercado de valores, estableciendo el ámbito de aplicación de estas normas, los principios que orientan la facultad sancionatoria de la Superintendencia Financiera, un listado de conductas y situaciones consideradas infracciones, los tipos de sanciones, los criterios para la graduación de las sanciones y el procedimiento sancionatorio.

4.1. ÁMBITO DE APLICACIÓN

El artículo 49 de esta Ley establece que la Superintendencia Financiera tiene la facultad de imponer, a quienes por desobedecimiento a las decisiones de esta entidad o por la violación de las normas que regulen el mercado de valores, y de esta manera incurran en cualquiera de las infracciones previstas en la ley, las sanciones que las normas establezcan.

Al respecto la Corte Constitucional, al analizar la facultad sancionatoria de la Superintendencia Financiera, señaló que esta entidad puede dictar actos administrativos de carácter particular mediante los cuales imparte órdenes o instrucciones específicas a una determinada institución o a sus directivos y que estas facultades están acompañadas de una necesaria competencia sancionatoria, sin la cual el órgano gubernamental difícilmente lograría disciplinar a los operadores del mercado, y por ende, no alcanzaría los fines estatales para los cuales fue creada. Otro tanto sucede con los requerimientos, órdenes o instrucciones que dirija el órgano de control a la entidad vigilada, por cuanto se trata simplemente de medios para lograr el cumplimiento de la ley. Es decir, la potestad sancionatoria no se ejerce por la violación de cualquier acto administrativo, sino por el desconocimiento de aquellos que tienen fundamento en las facultades de inspección, vigilancia y control que la ley otorga a la entidad administrativa.⁶⁶

Es importante precisar que las reglas que rigen las relaciones contractuales entre las entidades que desarrollen actividades constitutivas del mercado de valores y sus respectivos clientes no pueden ser consideradas como normas de conducta cuya

⁶⁶ Corte Constitucional. Sentencia C-860 de octubre 18 de 2006. Magistrado Ponente: Humberto Antonio Sierra Porto Expediente D-6235. Ver Corte Constitucional

inobservancia pueda generar la puesta en marcha del régimen sancionador en el mercado de valores, toda vez que estos contratos son el resultado de la autonomía de la voluntad privada. Si bien es cierto que las normas que regulan el mercado de valores afectan dichos contratos en la medida en que es necesario establecer unos límites a dicha autonomía con el fin de garantizar la protección del mercado, sus cláusulas, así contengan normas de conducta, son ajenas al ámbito de aplicación de las normas de conducta de derecho público y por lo tanto su incumplimiento no son de competencia de la Superintendencia Financiera sino de la jurisdicción ordinaria.⁶⁷

4.2. PRINCIPIOS

Las normas sancionatorias en el mercado de valores, sustanciales y procesales, deben dar cumplimiento, en su interpretación y aplicación, a los principios a que se refiere el artículo 29 de la Constitución Política de Colombia, el cual establece el derecho al debido proceso en toda clase de actuaciones: judiciales y administrativas. De esta manera, el régimen sancionatorio en el mercado de valores, como una especie de actuación administrativa se debe dar cumplimiento al principio de legalidad, según el cual sólo podrá juzgarse a alguien conforme a las leyes preexistentes al acto que se le imputa.

La más reciente sentencia de la Corte Constitucional en la cual se examinó la potestad sancionadora de la Superintendencia Financiera hizo referencia a las claras líneas jurisprudenciales respecto del principio de legalidad en materia de derecho administrativo sancionador.

Sobre el particular señaló que el derecho administrativo sancionador hace parte de las competencias de gestión que constitucionalmente se le atribuyen a la Administración pues es indudable que si un órgano tiene la facultad jurídica para imponer una obligación o para regular una conducta con miras a lograr la realización del interés general, el incumplimiento de ese mandato correlativamente debe implicar la asignación de atribuciones sancionatorias bien sea al mismo órgano que impuso la obligación o a otro distinto, con el propósito de asegurar la

⁶⁷ Corte Constitucional. Sentencia C-860 de octubre 18 de 2006. Magistrado Ponente: Humberto Antonio Sierra Porto Expediente D-6235. Ver Corte Constitucional

vigencia del orden jurídico mediante la imposición de los castigos correspondientes.⁶⁸

Asimismo, en consideración a lo anterior, la Corte Constitucional reafirmó la posición de esta corporación respecto de las diferencias del derecho administrativo sancionador con otras modalidades del ejercicio del “ius punendi” estatal, específicamente con el derecho penal, especialmente en lo que hace referencia a los principios de legalidad y de tipicidad.

Así al referirse a estos principios se señaló que en el campo del derecho administrativo sancionador estos operan con menor rigor que en materia penal, pues aunque la tipicidad hace parte del derecho al debido proceso en toda actuación administrativa y los comportamientos sancionables por la Administración deben estar previamente definidos de manera suficientemente clara, no se puede demandar en este campo el mismo grado de rigurosidad que se exige en materia penal, por cuanto la naturaleza de las conductas reprimidas, los bienes jurídicos involucrados y la teleología de las facultades sancionatorias en estos casos hace posible también una flexibilización razonable de la descripción típica⁶⁹

En este orden de ideas la Corte Constitucional, en la sentencia comentada, señala las siguientes particularidades de la flexibilidad en materia de legalidad y tipicidad en el régimen sancionador del derecho administrativo:

- Esta flexibilidad se justifica por la variabilidad y el carácter técnico de las conductas sancionables, que dificultaría en grado sumo la redacción de un listado minucioso por parte del legislador, así como el señalamiento en cada caso de dichos supuestos técnicos o específicos que permitan al propio tiempo determinar los criterios para la imposición de la sanción.

⁶⁸Corte Constitucional. Sentencia C-860 de octubre 18 de 2006. Magistrado Ponente: Humberto Antonio Sierra Porto Expediente D-6235. Ver Corte Constitucional. Sentencia C-818 de 2005.

⁶⁹ Para este planteamiento, en donde se ratifica la jurisprudencia respecto este tema la Corte Constitucional en la Sentencia C-860 de octubre 18 de 2006 hace referencia a los siguientes pronunciamientos: T- 438 de 1992, C- 195 de 1993, C- 244 de 1996, C- 280 de 1996, C- 564 de 2000, C- 530 de 2003, C- 406 de 2004 y C- 099 de 2003

- En ciertas áreas sujetas al control de la Administración, que se caracterizan por su constante evolución técnica, la exigencia rigurosa del principio de legalidad acarrearía en definitiva la impunidad y la imposibilidad de cumplir con las finalidades estatales.
- Existen disciplinas jurídicas de enorme complejidad técnica que dificultan su descripción minuciosa por parte del legislador. El legislador puede acudir a la técnica de la remisión normativa puesto que determinadas materias están sujetas a constantes modificaciones y ajustes, lo cual hace imposible que el Congreso de la República o el legislador extraordinario pueda vislumbrar en un momento determinado cuáles serán los nuevos deberes, obligaciones y prohibiciones cuyo incumplimiento en un momento determinado puedan llegar a constituir una conducta reprochable.
- La flexibilidad en la configuración del tipo sancionatorio persigue garantizar la eficiencia y la eficacia en el cumplimiento de los deberes constitucionales a cargo de la Administración, sin que tales propósitos justifiquen la arbitrariedad en el ejercicio de la potestad sancionadora. La flexibilidad del principio de legalidad no puede tener un carácter extremo, al punto que se permita la arbitrariedad de la administración en la imposición de las sanciones o las penas. Por el contrario, en el derecho administrativo sancionador el principio de legalidad exige que directamente el legislador establezca, como mínimo, los elementos básicos de la conducta típica que será sancionada, las remisiones normativas precisas cuando haya previsto un tipo en blanco o los criterios por medio de los cuales se pueda determinar con claridad la conducta, al igual que exige que en la ley se establezca también la sanción que será impuesta o, igualmente, los criterios para determinarla con claridad.
- La flexibilización del concepto de legalidad en derecho administrativo sancionatorio presenta un importante desarrollo en lo que concierne a las actividades bancaria y bursátil, debido a las características que las mismas presentan. En efecto, las normas del derecho bancario y bursátil constantemente deben ajustarse a las variables necesidades de los mercados financieros interno e internacional. De allí que determinadas medidas de carácter normativo pierdan rápidamente su razón de ser y eficacia; incluso pueden resultar inconvenientes o contraproducentes a mediano o largo plazo para los operadores del mercado,

afectándose también el interés público. De tal suerte que la regulación de dichos sectores de la economía será por naturaleza mutable, sin ánimo de permanencia.

Por su parte la Ley 964 de 2005 consagra y define los principios de proporcionalidad, disuasorio de la sanción, revelación dirigida y contradicción, según los cuales la Superintendencia Financiera debe ejercer su facultad sancionatoria administrativa.

- De acuerdo con el primero de esos principios la sanción impuesta por la Superintendencia Financiera deberá ser proporcional a la infracción.

El principio de proporcionalidad en el derecho administrativo, constituye la racionalización de la facultad sancionadora, evitando la arbitrariedad y el desborde de la actuación del funcionario, enmarcando dentro de la medida, la ponderación, para efectos de aplicar la equidad al sancionado.⁷⁰

De esta manera la sanción impuesta por la inobservancia a alguna de las normas del mercado de valores debe guardar una justa proporcionalidad con las circunstancias propias de cada conducta constitutiva de infracción, con el fin de evitar la arbitrariedad en el ejercicio de la discrecionalidad en la graduación de la sanción.

La graduación de las sanciones y su diversificación según la gravedad de las conductas resulta indispensable para que sea efectivo el principio de proporcionalidad.⁷¹ Por lo tanto la Ley 964 estableció los criterios para la graduación de las sanciones, estableciendo que las sanciones por las infracciones administrativas, se graduarán atendiendo los siguientes criterios, en cuanto resulten aplicables: (i) La reiteración o reincidencia en la comisión de infracciones; (ii) La resistencia, negativa u obstrucción frente a la acción investigadora, de supervisión o sancionatoria de la Superintendencia Financiera; (iii) La renuencia o desacato a cumplir las órdenes impartidas por la Superintendencia Financiera; (iv) La utilización de medios fraudulentos en la comisión de la infracción o la comisión de esta por interpuesta persona, ocultar la

⁷⁰ Definición contenida en www.contraloriagen.gov.co

⁷¹ Exposición de Motivos de la Ley 964 de 2005

comisión de la misma o encubrir sus efectos; (v) El que la comisión de la infracción pudiera derivar en un lucro o aprovechamiento indebido, para sí o para un tercero; (vi) El que la comisión de la infracción se realice por medio, con la participación, o en beneficio de personas sometidas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia Financiera, personas que realicen las actividades constitutivas del mercado de valores o de quienes las controlen, o de sus subordinadas; (vii) La dimensión del daño o peligro a los intereses jurídicos tutelados por las normas del mercado de valores; (viii) El grado de prudencia y diligencia con que se hayan atendido los deberes o se hayan aplicado las normas pertinentes y (ix) La oportunidad en el reconocimiento o aceptación expresas que haga el investigado sobre la comisión de la infracción.

- Según el principio disuasorio de la sanción, esta medida busca evitar que los participantes del mercado vulneren la norma que dio origen a la misma.
- A su vez, de conformidad con el principio de la revelación dirigida, la Superintendencia Financiera podrá determinar el momento en que divulgará al público determinada sanción, en los casos en los cuales la revelación de la misma pueda poner en riesgo la estabilidad del mercado.
- Respecto del principio de contradicción, esta norma establece que la Superintendencia Financiera tendrá en cuenta los descargos que hagan las personas a quienes se les formuló pliego de cargos y la contradicción de las pruebas allegadas regular y oportunamente al proceso administrativo sancionatorio.

4.3. SUJETOS

Los principales sujetos del mercado de valores son los inversionistas y quienes requieren de sus ahorros. Asimismo, se encuentran las entidades que realizan actividades constitutivas del mercado de valores como intermediarios que facilitan la canalización de dicho ahorro y las entidades públicas que ejercen sobre estas funciones de regulación, supervisión y sancionatorias.

Debido al objeto de este estudio y considerando lo ya analizado respecto de los

fundamentos y finalidad del régimen sancionatorio en el mercado de valores, a continuación se tendrán en cuenta: las entidades que realizan actividades constitutivas del mercado de valores y la entidad pública que tiene facultad sancionatoria en el mercado de valores.

4.3.1. AUTORIDADES CON FACULTADES SANCIONATORIAS EN EL MERCADO DE VALORES

El Decreto 4327 de 2005, por el cual se fusionó la Superintendencia Bancaria de Colombia en la Superintendencia de Valores establece que El Presidente de la República, de acuerdo con la ley, ejercerá a través de la Superintendencia Financiera de Colombia, la inspección, vigilancia y control sobre las personas que realicen actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento o inversión de recursos captados del público.

Asimismo, este Decreto en su artículo 2 define la naturaleza jurídica y objetivos de la Nueva Superintendencia Financiera, en los siguientes términos: es un organismo técnico, adscrito al Ministerio de Hacienda y Crédito Público, con personería jurídica, autonomía administrativa y financiera y patrimonio propio. La Superintendencia Financiera de Colombia tiene por objetivo supervisar el sistema financiero colombiano con el fin de preservar su estabilidad, seguridad y confianza, así como promover, organizar y desarrollar el mercado de valores colombiano y la protección de los inversionistas, ahorradores y asegurados.

Por otro lado, como consecuencia de la mencionada fusión se ordenó que la Superintendencia Financiera asumiera además las funciones establecidas en el Decreto 2739 de 1991, en el Decreto 663 de 1993 y en la Ley 964 de 2005.

De esta manera el Presidente de la República podrá delegar en el Superintendente Financiero las funciones que en virtud del Decreto 2739 de 1991 podía delegar en el Superintendente de Valores y en lo que tiene que ver con el régimen sancionatorio en el mercado de valores, objeto de nuestro interés, las siguientes funciones: (i) Disponer medidas de carácter general para proteger los sanos usos y prácticas en el mercado de valores, (ii) Emitir las órdenes necesarias para que las entidades sujetas a la inspección, vigilancia suspendan de inmediato

las prácticas ilegales, no autorizadas o inseguras, y para que se adopten las correspondientes medidas correctivas y de saneamiento, (iii) Velar porque quienes participan en el mercado de valores ajusten sus operaciones a las normas que lo regulan y ordena la práctica de las visitas y adelantar, conforme a la Ley, las investigaciones que juzgue necesarias, (iv) Adoptar las demás medidas que conduzcan a la promoción y desarrollo del mercado y a la protección de los inversionistas.

Por su parte la Ley 964 de 2005 le otorgó la competencia a la Superintendencia Financiera para impartirle instrucciones a las entidades sujetas a su inspección y vigilancia permanente o control acerca de la manera como deben cumplirse las disposiciones que regulan su actividad en el mercado de valores, fijar los criterios técnicos y jurídicos que faciliten el cumplimiento de tales normas y señalar los procedimientos para su cabal aplicación.⁷²

De conformidad con la jurisprudencia de la Corte Constitucional la atribución en cabeza de la Superintendencia Financiera para expedir determinados reglamentos técnicos, lleva aparejada la de contar con la competencia para velar por el cumplimiento de aquellos, lo cual implica el adelantamiento de los correspondientes procedimientos administrativos encaminados a imponer sanciones en caso de incumplimiento de los mismos. Se presenta, por tanto, una unidad en la misión de prevención y sanción encomendada a la Superintendencia Financiera de Colombia, la cual se cumple mediante el ejercicio de las facultades de reglamentación, instrucción, investigación, requerimiento y sanción.⁷³

De esta manera, el ordenamiento jurídico atribuye al Presidente la República, como suprema autoridad administrativa, la facultad de señalar las sanciones por la infracción de las disposiciones que dicte en ejercicio de su función de regulación de las actividades que constituyen el mercado de valores, quien dentro de la estructura del Estado, delega a la Superintendencia Financiera la facultad para sancionar comportamientos que desconozcan las normas del mercado de valores.

⁷² Ley 964 de 2005, Artículo 6º, numeral a, y Artículo 85.

⁷³ Corte Constitucional. Sentencia C-860 de octubre 18 de 2006. Magistrado Ponente: Humberto Antonio Sierra Porto Expediente D-6235. Ver Corte Constitucional. Sentencia C-818 de 2005.

4.3.2. ENTIDADES SOMETIDAS A LA FACULTAD SANCIONATORIA

De conformidad con el Decreto 4327 de 2005, corresponde a la Superintendencia Financiera, ejercer la inspección y vigilancia de las entidades previstas en el numeral 2 del artículo 325 del Decreto 663 de 1993 y entidades previstas en el numeral primero del párrafo tercero del artículo 75 de la Ley 964 de 2005.

En todo caso, la Superintendencia Financiera de Colombia, ejercerá inspección y vigilancia respecto de todos aquellos que a la entrada en vigencia de este decreto, se encontraban sujetos a la inspección y vigilancia de la Superintendencia de Valores o de la Superintendencia Bancaria de Colombia, así como respecto de quienes determine la ley o el Gobierno Nacional.

De esta manera y de conformidad con el numeral 2 del artículo 325 del Decreto 663 le Corresponde a la Superintendencia Financiera la vigilancia e inspección de las siguientes instituciones:

- Establecimientos bancarios, corporaciones financieras, compañías de financiamiento comercial, sociedades fiduciarias, almacenes generales de depósito, organismos cooperativos de grado superior de carácter financiero, sociedades administradoras de fondos de pensiones y de cesantía, sociedades administradoras de fondos de pensiones, cajas, fondos o entidades de seguridad social administradoras del régimen solidario de prima media con prestación definida, entidades descentralizadas de los entes territoriales cuyo objeto sea la financiación de las actividades previstas en el numeral 2 del artículo 268 del estatuto orgánico del sistema financiero autorizadas específicamente por la Financiera de Desarrollo Territorial S.A., Findeter, compañías de seguros, cooperativas de seguros, sociedades de reaseguro, sociedades de capitalización, sociedades sin ánimo de lucro que pueden asumir los riesgos derivados de la enfermedad profesional y del accidente de trabajo y corredores de seguros y de reaseguros.
- Oficinas de representación de organismos financieros y de reaseguradores del exterior.

- El Banco de la República.
- El Fondo de Garantías de Instituciones Financieras.
- El Fondo Nacional de Garantías S.A..
- El Fondo Financiero de Proyectos de Desarrollo Fonade.
- Las casas de cambio.

Asimismo, a la Superintendencia Financiera le corresponde la inspección y vigilancia permanente de las siguientes entidades, de conformidad con el numeral primero del párrafo tercero del artículo 75 de la Ley 964 de 2005:

- Las bolsas de valores.
- Las bolsas de bienes y productos agropecuarios y agroindustriales y sus miembros.
- Las bolsas de futuros y opciones y sus miembros.
- Las sociedades que realicen la compensación y liquidación de valores, contratos de futuros, opciones y otros.
- Las sociedades comisionistas de bolsa.
- Los comisionistas independientes de valores.
- Las sociedades administradoras de fondos de inversión.
- Las sociedades administradoras de depósitos centralizados de valores.
- Las sociedades calificadoras de valores.
- Las sociedades titularizadoras.

- Los fondos mutuos de inversión que a 31 de diciembre de cada año, registren activos iguales o superiores a cuatro mil (4.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes a la fecha del respectivo corte.
- Los fondos de garantía que se constituyan en el mercado de valores.
- Las sociedades administradoras de sistemas de negociación de valores.
- Las cámaras de riesgo central de contraparte.
- Las entidades que administren sistemas de negociación y registro de divisas.
- Las sociedades administradoras de sistemas de compensación y liquidación de divisas.

De la misma manera se estableció en la Ley 964 de 2005 que el Gobierno Nacional puede someter a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia Financiera a los intermediarios de valores que se anuncien al público como prestadores de servicios en el mercado de valores y/o los ofrezcan al público.

Igualmente, el Gobierno Nacional, mediante normas de carácter general, podrá someter a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia Financiera a las personas que realicen las actividades a que se refiere el artículo 3 de la Ley 964 de 2005, es decir de las actividades constitutivas del mercado de valores:

- La emisión y la oferta de valores.
- La intermediación de valores.
- La administración de fondos de valores, fondos de inversión, fondos mutuos de inversión, fondos comunes ordinarios y fondos comunes especiales.
- El depósito y la administración de valores.
- La administración de sistemas de negociación o de registro de valores, futuros,

opciones y demás derivados.

- La compensación y liquidación de valores.
- La calificación de riesgos.
- La autorregulación.
- El suministro de información al mercado de valores, incluyendo el acopio y procesamiento de la misma.

De esta manera, según lo establecido en las normas comentadas, el poder sancionatorio se ejerce sobre todo aquel que desarrolle una actividad relevante para el mercado. Al respecto la Corte sostuvo que los destinatarios del derecho administrativo sancionatorio en materia bancaria y bursátil son instituciones altamente especializadas, al igual que sus directivos, quienes deben cumplir unos deberes encaminados a garantizar la seguridad, licitud y transparencia de las operaciones que realizan, la estabilidad macroeconómica del país, y en últimas, los derechos de terceros de buena fe. Todo ello, en un contexto de integración económica y de globalización de los mercados financieros y bursátiles, en los cuales interactúan constantemente diversos centros bancarios, intermediarios, bolsas de valores, empresas, al igual que organismos de supervisión de diversos países. Se trata, en consecuencia, de unas actividades económicas llevadas a cabo por operadores del mercado calificados, las cuales implican elevados riesgos para los usuarios del sistema financiero colombiano⁷⁴.

4.4. NORMAS DE CONDUCTA

Las normas de conducta en el mercado de valores son normas de derecho público que tienen como objetivo general asegurar la eficiencia del mercado de valores

⁷⁴ Corte Constitucional. Sentencia C-860 de octubre 18 de 2006. Magistrado Ponente: Humberto Antonio Sierra Porto Expediente D-6235.

como mecanismo de asignación del ahorro a la inversión, y trata de lograr este objetivo mediante medidas protectoras⁷⁵.

La ley 964 de 2005 establece como infracciones una serie de conductas que atentan contra los principios generales del mercado, que anteriormente no se encontraban tipificadas como tales, impidiéndose el correcto ejercicio de la facultad sancionatoria que compete a la Superintendencia Financiera. Los hechos y conductas que esta norma considera como infracciones obedecen a la experiencia que a lo largo del tiempo la Superintendencia de Valores recogió sobre la materia⁷⁶.

El artículo 50 de la Ley 964 de 2005 consagra las normas de conducta de protección al inversionista, las cuales protegen los derechos y los intereses de los particulares en sus relaciones con las empresas prestadoras de servicios de inversión, teniendo en cuenta el carácter de profesionales que tienen estos al cliente y normas de conducta de protección a la integridad del mercado, que prohíben el abuso del mercado y fortalecer la confianza del público en el mercado de valores.

Desde la perspectiva económica, son considerados abuso del mercado aquellas conductas que hacen peligrar o lesionan la justa distribución del riesgo negocial en el mercado de valores.⁷⁷ De tal manera que se han establecido, legalmente, las siguientes conductas constitutivas de infracciones al régimen del mercado de valores:

- Ejercer actividades o desempeñar cargos u oficios sin haber realizado previamente la correspondiente inscripción en el respectivo registro, cuando dicha inscripción fuere requerida.

Esta infracción sobre el ejercicio de actividades o el desempeño de cargos sin

⁷⁵ Rafael Arturo Acosta Chacón. Una Aproximación a la Protección del Inversor en el Mercado de Valores. Temas de Derecho Financiero Contemporáneo. Universidad del Rosario. Bogotá 2006.

⁷⁶ Exposición de Motivos de la Ley 964 de 2005

⁷⁷ Fernando Zunzunegui. Derecho del Mercado Financiero. Tercera Edición. Ediciones Jurídicas y Sociales Marcial Pons. Madrid 2006

contar previamente con la inscripción en cualquiera de los registros que integran el Sistema Integral de Información del Mercado de Valores SIMEV, es una conducta del tipo de las infracciones de sujeto activo indeterminado.

De conformidad con el artículo 7 de la Ley 964 de 2005 el Sistema Integral de Información del Mercado de Valores, SIMEV, es el conjunto de recursos humanos, técnicos y de gestión que utiliza la Superintendencia Financiera para permitir y facilitar el suministro de información al mercado y estará conformado por: (i) El Registro Nacional de Valores y Emisores⁷⁸, (ii) El Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores⁷⁹ y (iii) El Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores⁸⁰.

- Realizar, colaborar, cohonestar, autorizar, participar de cualquier forma o

⁷⁸ El Registro Nacional de Valores y Emisores tiene por objeto inscribir las clases y tipos de valores, así como los emisores de los mismos y las emisiones que estos efectúen, y certificar lo relacionado con la inscripción de dichos emisores y clases y tipos de valores. Las ofertas públicas de valores deberán estar precedidas por la inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores.

⁷⁹ El Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores, tiene por objeto la inscripción de las entidades sometidas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia de Valores así como las demás que determine el Gobierno Nacional, salvo los emisores de valores en cuanto a su actividad de emisión de valores. Este registro será condición para actuar en el mercado de valores y las actividades previstas en el artículo 3o de la presente ley (Ley 964 de 2005), salvo la prevista en el literal a) de dicha disposición.

⁸⁰ El Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores, tiene por objeto la inscripción de las personas naturales que desempeñen los cargos o funciones de tesorero o quien haga sus veces, las personas naturales que realicen operaciones en las mesas de dinero, las personas naturales que gerencien o administren fondos de valores, fondos de inversión, y fondos mutuos de inversión, las personas naturales que ejerzan funciones relacionadas con las operaciones que se realizan en las mesas de dinero, así como las demás personas naturales que desempeñen los cargos o funciones que determine el Gobierno Nacional en las entidades que desarrollen las actividades previstas en el artículo 3o de la presente ley (Ley 964 de 2005), salvo la prevista en el literal a) de dicha disposición. La inscripción en este registro será condición para actuar en el mercado de valores.

coadyuvar con transacciones u otros actos relacionados, que tengan como objetivo o efecto: (i) Afectar la libre formación de los precios en el mercado de valores; (ii) Manipular la liquidez de determinado valor; (iii) Aparentar ofertas o demandas por valores; (iv) Disminuir, aumentar, estabilizar o mantener artificialmente el precio, la oferta o la demanda de determinado valor; y (v) Obstaculizar la libre concurrencia y la interferencia de otros en las ofertas sobre valores.

Esta sanción debe ser leída en armonía con lo señalado por la Corte Constitucional, según la cual la Superintendencia Financiera podría, definir nuevas modalidades de operaciones no representativas del mercado ⁸¹

El ejercicio de la función de estabilización de valores, legítimamente ejercida, incluyendo los contratos de liquidez, no se considerará como infracción.

- No llevar la contabilidad según las normas aplicables o llevarla de forma que contenga vicios, imprecisiones o errores que impidan conocer la verdadera situación patrimonial o las operaciones.

Esta infracción únicamente será aplicable a las personas sujetas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia de Valores⁸² y a los emisores de valores sometidos a su control exclusivo.

⁸¹ Corte Constitucional. Sentencia C-406 de mayo 4 de 2004. Magistrada Ponente: Clara Inés Vargas Hernández. Expediente D-4874. citada por Jeannette Forigua Rojas en su obra Algunos Aspectos del Régimen Sancionatorio de la Nueva Ley del Mercado de Valores. Temas de Derecho Financiero Contemporáneo. Universidad del Rosario. Bogotá 2006.

⁸² En los eventos en que la Ley 964 de 2005, en las normas de conducta hace referencia a las entidades sujetas a la vigilancia de la Superintendencia de Valores debe entenderse que se trata de entidades a que se refiere el numeral primero del párrafo tercero del artículo 75 de la Ley 964 de 2005 y las actividades constitutivas del mercado de valores descritas en el artículo 3 de la Ley 964 de 2005, que al momento de la expedición de la Ley 964 de 2005 se encontraban sujetas a inspección y vigilancia de esta Superintendencia, pero que en virtud de la fusión a la Superintendencia de Valores, se encuentran sujetas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera.

- Remitir a las autoridades información contable que no sea llevada conforme a las normas aplicables o que sea llevada de forma que contenga vicios, imprecisiones o errores que impidan conocer la verdadera situación patrimonial o las operaciones, o no publicar la información contable en los términos y condiciones que la normatividad aplicable establezca.

Esta infracción será aplicable a las entidades sujetas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Bancaria⁸³ en cuanto a las obligaciones de suministro de información al mercado de valores.

- Incumplir las normas sobre información privilegiada, o utilizar o divulgar indebidamente información sujeta a reserva.
- Incumplir las disposiciones sobre conflictos de interés; incumplir los deberes profesionales que les correspondan a quienes participen en el mercado en cualquiera de sus actividades; incumplir los deberes o las obligaciones frente al mercado, respecto de los accionistas de sociedades inscritas, incluidos los minoritarios, o respecto de los inversionistas; incumplir los deberes o las obligaciones que impongan la ley o las normas que la desarrollen o complementen, frente a quienes confieran encargos a intermediarios de valores o frente a aquellos en cuyo nombre se administren valores o fondos de valores, fondos de inversión, fondos mutuos de inversión.

Estas infracciones serán aplicables a las instituciones sometidas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Bancaria, únicamente en lo que hace relación a su actuación en el mercado de valores.

⁸³ En los eventos en que la Ley 964 de 2005, en las normas de conducta hace referencia a las entidades sujetas a la vigilancia de la Superintendencia Bancaria debe entenderse que se trata de entidades a que se refiere el artículo 325 del Decreto 663, que al momento de la expedición de la Ley 964 de 2005 se encontraban sujetas a inspección y vigilancia de esta Superintendencia, pero que en virtud de la fusión a la Superintendencia de Valores, se encuentran sujetas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera.

- No divulgar en forma veraz, oportuna, completa o suficiente información que pudiere 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.
- Admitir o permitir que determinado valor sea ofrecido o negociado en un sistema de negociación de valores sin estar previamente inscrito en el Registro Nacional de Valores y Emisores; suspender o excluir las negociaciones de determinado valor inscrito en un sistema de negociación de valores, sin causa justificada, o negociarlo en el mercado sin que exista alguna de las inscripciones en los registros que establece la presente ley.
- Utilizar cualquier denominación o signo distintivo dirigido al público, o cualquier palabra o locución, inclusive en lengua extranjera, que pudiera engañar o confundir sobre la legitimación para desarrollar cualquier actividad propia del mercado de valores; incumplir lo previsto en esta ley o en cualquier norma que la desarrolle sobre la publicidad sobre valores o intermediarios;
- Omitir el deber de informar sobre participaciones de capital y sobre movimientos de compra, venta o disposición de acciones, o incumplir cualquier otro deber de información a las autoridades, al mercado o a los inversionistas, incluyendo los inversionistas potenciales, o los deberes especiales de información que establezcan las normas aplicables.
- Realizar una oferta pública en cualquiera de sus modalidades, con violación de las normas aplicables, o no realizarla cuando las autoridades así lo requieran.
- Incumplir las normas sobre autorregulación, así como las dictadas en ejercicio de la función de autorregulación.
- Violar las normas relacionadas con la separación patrimonial entre los activos propios y los de terceros o dar a los activos de terceros un uso diferente del permitido.

Esta infracción únicamente será aplicable a las personas sujetas a la

inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia de Valores.

- Realizar declaraciones o divulgar informaciones falsas, engañosas, inexactas o incompletas o expedir comunicaciones o certificaciones falsas o inexactas sobre los valores depositados en los depósitos centralizados de valores.
- Incumplir los deberes legales o contractuales que correspondan a quienes administren fondos de valores, fondos de inversión y fondos mutuos de inversión.
- Acceder fraudulenta o abusivamente o sin autorización a los sistemas de registro o de negociación de valores.
- Autorizar actos, ejecutarlos, cohonestarlos, o no evitarlos debiendo hacerlo, en contra de lo dispuesto en la presente ley o las normas que la desarrollen, o las otras normas que regulen el mercado de valores.
- No declarar oportunamente un impedimento o una inhabilidad relacionada con el ejercicio de actividades en el mercado de valores.
- Incumplir el régimen establecido en los artículos 102 a 107 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y en las normas del mercado de valores que los desarrollen, modifiquen o adicionen, en concordancia con lo dispuesto en el artículo 39 de la Ley 190 de 1995 o cualquier norma relacionada con la prevención y control de actividades delictivas a través del mercado de valores.

Esta infracción únicamente será aplicable a las personas sujetas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia de Valores, sin perjuicio del ejercicio de las facultades de la Superintendencia Bancaria en materia de prevención y control de actividades delictivas.

- Incumplir las normas sobre designación de defensor del cliente, miembros independientes de la junta directiva, oficial de cumplimiento o miembros del comité de auditoría, contralor normativo; no efectuar las apropiaciones necesarias para el suministro de los recursos humanos y técnicos que quienes ejercen los mencionados cargos requieran para su adecuado desempeño o no

proveer la información que los mismos necesiten para el ejercicio de sus funciones. Para quienes actúen como defensor del cliente, miembros de junta directiva, oficial de cumplimiento, miembros del comité de auditoría y contralor normativo incumplir con los deberes y obligaciones establecidos para el desarrollo de sus funciones.

Esta infracción únicamente será aplicable a las personas sujetas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia de Valores y a los emisores de valores sometidos a su control exclusivo.

- Utilizar el nombre o las cuentas de terceros para el registro de operaciones en provecho de un intermediario, de sus funcionarios o de terceros.
- Incumplir las normas relacionadas con capitales mínimos, niveles adecuados de patrimonio, márgenes de solvencia, posición propia, inversiones obligatorias, máximos y mínimos de inversión y demás controles de ley, por parte de las entidades sometidas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia de Valores.
- Incumplir las disposiciones del Banco de la República por parte de las entidades sometidas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia de Valores.
- Infringir las reglas contenidas en la Ley del Mercado de Valores – Ley 964 de 2005 -, las normas que se expidan con base en la misma, cualquiera de las normas que regulen el mercado de valores o los reglamentos aprobados por la Superintendencia Financiera.

4.5. SANCIONES

La eficacia de las normas del mercado de valores depende de la existencia de sanciones a las infracciones, las cuales garantizan su cumplimiento. En el Mercado de Valores se establece un régimen de sanciones común a todos los sujetos sometidos a la facultad sancionatoria de la Superintendencia Financiera.

Desde esta perspectiva del derecho administrativo sancionador, y tratándose especialmente de infracciones administrativas en los mercados de valores, las sanciones tienen un fin preventivo; su propósito es preservar la indemnidad de los bienes jurídicos tutelados, como el orden público económico, la protección al inversionista y la confianza en el mercado de valores, así como su integridad. No obstante, si es insuficiente la integridad de quienes actúan en el mercado, el respeto por los mandatos que les imponen los deberes y el respeto a los derechos de los demás intervinientes y se vulneran los mandatos legales, la sanción tendrá además un fin correctivo, en cuanto es objetivo del supervisor proteger el orden administrativo interno o externo del aparato gubernamental.⁸⁴

Por otro lado, es importante tener en cuenta lo relacionado con la graduación de las sanciones y su diversificación según la gravedad de las conductas, lo cual resulta indispensable para que sea efectivo el principio de proporcionalidad anteriormente descrito y que se introdujo como modificación en el nuevo régimen sancionatorio en el mercado de valores.

4.5.1. CLASES

De conformidad con la Ley 964 de 2005 las sanciones pueden ser personales o institucionales. Asimismo, consagra que las infracciones cometidas a las normas del mercado de valores pueden ser: (i) Amonestaciones, (ii) Multas, (iii) Suspensión, (iv) Inhabilitación, (v) Remoción o (vi) Cancelación

Según el artículo 53 de la Ley 964 de 2005, quien incurra en cualquiera de las infracciones descritas estará sujeto a una o algunas de las siguientes sanciones, que serán impuestas por la Superintendencia Financiera:

- Amonestación: esta sanción tendrá lugar cuando se trate de infracciones menores y puede tener el carácter de personal o institucional.
- Multa a favor del Tesoro Nacional: esta sanción puede ser personal o

⁸⁴Jeannette Forigua Rojas. Algunos Aspectos del Régimen Sancionatorio de la Nueva Ley del Mercado de Valores. Temas de Derecho Financiero Contemporáneo. Universidad del Rosario. Bogotá 2006.

institucional.

Las multas, personales o institucionales, serán mínimo de diez salarios mínimos legales mensuales vigentes a la época de la correspondiente infracción, por cada una de estas conductas.

Tratándose de sanciones personales la Superintendencia Financiera podrá imponer multas por cada infracción hasta por el equivalente a lo señalado en el literal b) del numeral 3 del artículo 208 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero. De esta manera frente a sanciones personales la Superintendencia Financiera podrá imponer multas de hasta de ciento diez millones de pesos (\$110.000.000,00) del año 2002, suma que deberá ajustarse anualmente de conformidad con el Índice de Precios al Consumidor suministrado por el DANE.

En el caso de sanciones institucionales la Superintendencia Financiera podrá imponer multas por cada infracción hasta por el equivalente a lo señalado en el literal b) del numeral 3 del artículo 208 o el numeral 3 del artículo 211 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, según corresponda. De esta manera frente a sanciones institucionales la Superintendencia Financiera, podrá imponer multas de hasta quinientos cincuenta millones de pesos (\$550.000.000,00) del año 2002 o de \$1.742 millones del 2002 en caso de violaciones al régimen del SIPLA, sumas que deberán ajustarse anualmente de conformidad con el Índice de Precios al Consumidor suministrado por el DANE.

En los eventos en los que cualquiera de las entidades sometidas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia Financiera incumplan alguna de las normas del mercado de valores respecto de los niveles adecuados de patrimonio y márgenes de solvencia, la multa será por el equivalente al tres punto cinco por ciento del defecto patrimonial que presenten durante el respectivo período de control, sin exceder, respecto de cada incumplimiento, del uno punto cinco por ciento del patrimonio requerido para dar cumplimiento a dichas relaciones. Por los defectos o excesos respecto de los límites a la posición propia en moneda extranjera se impondrá una sanción pecuniaria a favor del Tesoro Nacional, proporcional a dicho exceso o defecto y a la utilidad que se pueda derivar de la violación de los límites mencionados, según lo determine la Junta Directiva del Banco de la República para los

intermediarios del mercado cambiario.

Las sanciones pecuniarias impuestas a las personas naturales no podrán ser pagadas, ni directa ni por interpuesta persona, por la persona jurídica a la cual se encuentre vinculada o por aquella a la que estuvo vinculado durante su ocurrencia, así como por sus matrices o subordinadas

A partir de la ejecutoria de la resolución que imponga una sanción pecuniaria y hasta el día de su pago, el sancionado deberá reconocer en favor del Tesoro Nacional un interés mensual de 1.5 veces el interés bancario corriente certificado por la SFC, sobre el valor insoluto de la sanción

- Suspensión o inhabilitación hasta por cinco años para realizar funciones de administración, dirección o control de las entidades sometidas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia Financiera.
- Remoción de quienes ejercen funciones de administración, dirección o control o del revisor fiscal de las entidades sometidas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia Financiera.
- Suspensión de la inscripción en cualquiera de los registros que conforman el Sistema Integral de Información del Mercado de Valores SIMEV.

Esta suspensión puede ser total o parcial, en la medida que esta sanción puede imponerse de forma que prevenga la realización de todo tipo de actividades o de manera limitada para algunas de ellas.

La ley no señaló mínimos ni máximos, sin embargo una vez vencido el término de la suspensión se restablecerá la respectiva inscripción con todos sus efectos.

- Cancelación de la inscripción en cualquiera de los registros que conforman el Sistema Integral de Información del Mercado de Valores SIMEV.

En este caso, la persona o la institución sancionada no podrá inscribirse en ninguno de estos registros. La correspondiente cancelación será de uno a

veinte años.

Una vez vencido el término de la cancelación deberá surtirse nuevamente el trámite de solicitud de inscripción en el respectivo registro.

4.6. PROCEDIMIENTO SANCIONATORIO

De conformidad con la Ley 964 de 2005 las actuaciones administrativas que requiera adelantar la Superintendencia Financiera para determinar la sanción a que haya lugar en caso de verificarse alguna de las conductas a que se refiere el artículo 50 de la Ley 964 de 2005, se sujetarán al procedimiento determinado en el numeral 4 del artículo 208 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, salvo frente a la conducta que consiste en incumplir las normas relacionadas con capitales mínimos, niveles adecuados de patrimonio, márgenes de solvencia, posición propia, inversiones obligatorias, máximos y mínimos de inversión y demás controles de ley, por parte de las entidades sometidas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia Financiera, para lo cual se aplicará lo dispuesto en el numeral 5 del artículo 208 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero.

4.6.1. PROCEDIMIENTO SANCIONATORIO GENERAL

Para la determinación de la responsabilidad de quienes actúan en el mercado de valores, por incurrir en alguna de las conductas a que se refiere la Ley 964 de 2005, con la salvedad indicada, se debe llevar a cabo el siguiente procedimiento⁸⁵:

- Inicio de la actuación.

La actuación administrativa para determinar la comisión de infracciones podrá iniciarse: (i) De oficio, (ii) Por informes recibidos de terceros, (iii) Mediante la práctica de visitas administrativas de inspección, vigilancia y control, (iv) Por traslado de otras autoridades, (v) Por quejas o informes de personas naturales

⁸⁵ Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, Artículo 208, numeral 5.

o jurídicas y (v) En general, por cualquier otro medio que ofrezca credibilidad.

- Etapa Previa.

En esta etapa, el funcionario competente debe practicar las pruebas necesarias, que le permitan determinar las respectivas infracciones administrativas.

- Formulación de Cargos.

Los cargos se instrumentan mediante un acto administrativo motivado, frente al cual no procede ningún recurso, en los eventos en que se considere, con base en la etapa previa, que los hechos investigados constituyen una posible infracción. Es importante tener en cuenta que para el desarrollo del procedimiento administrativo sancionatorio se puede llevar a cabo una formulación de cargos personales o institucionales de manera separada e imponer las correspondientes sanciones en forma independiente. Sin embargo, si se trata de hechos iguales o conexos se deberá, en la medida de lo posible, formular cargos a la persona y a la institución investigadas de manera simultánea.

- Descargos

A partir del día siguiente de la fecha de notificación del acto administrativo de formulación de cargos, el investigado cuenta con un término de traslado de treinta días para: (i) presentar los descargos que consideren pertinentes, (ii) solicitar la práctica de pruebas, (iii) aportar pruebas y (iv) objetar las pruebas obtenidas en la etapa previa.

- Período Probatorio

Las pruebas deben valorarse conforme a las reglas de la sana crítica, atendiendo la naturaleza administrativa de la infracción, la índole objetiva de la responsabilidad correspondiente y los propósitos perseguidos por el régimen sancionatorio.

Esta etapa se inicia con un acto administrativo motivado, por medio del cual se decretan o se niegan las pruebas aportadas o solicitadas por el investigado, según cumplan con los principios de conducencia, pertinencia y eficacia para el esclarecimiento de los hechos materia de investigación, se decretan de oficio las que se consideren pertinentes y se señala el término para su práctica, el cual no puede ser mayor a dos meses si se trata de pruebas que deben practicarse en el territorio nacional o de cuatro meses si deben practicarse en el exterior.

Contra este acto administrativo probatorio procede únicamente recurso de reposición, cuando se deniegue total o parcialmente las pruebas solicitadas. Por lo tanto, contra el acto que decreta todas las pruebas solicitadas por el investigado o contra las pruebas decretadas de oficio no procede ningún recurso.

- Decisión Final

Contra la resolución que impone cualquiera de las sanciones establecidas en las normas de mercado de valores, dentro del procedimiento sancionatorio general, procede únicamente el recurso de apelación, ante el inmediato superior del funcionario que profirió el acto. El respectivo recurso deberá interponerse dentro de los cinco días siguientes a la notificación de la resolución sancionatoria.

4.6.2. PROCEDIMIENTO SANCIONATORIO PARA AUTOLIQUIDACIONES

En los eventos en que las entidades que actúan en el mercado de valores incumplan las normas relacionadas con capitales mínimos, niveles adecuados de patrimonio, márgenes de solvencia, posición propia, inversiones obligatorias, máximos y mínimos de inversión y demás controles de ley se deberá observar el siguiente procedimiento:

- Declaración de Cumplimiento.

En los eventos en los cuales las entidades vigiladas por la Superintendencia

Financiera cumplan con su obligación de presentar ante esta entidad la información financiera y contable, debidamente certificada por el Representante Legal y el Revisor Fiscal, sobre capitales mínimos, niveles adecuados de patrimonio, márgenes de solvencia, posición propia, inversiones obligatorias, máximos y mínimos de inversión y demás controles de ley, se considera que dicha información constituye una declaración sobre el cumplimiento o incumplimiento de estas normas.

Si la Superintendencia Financiera no efectúa objeciones a esta información, dentro de los sesenta días siguientes a su presentación la declaración de cumplimiento a estas normas queda en firme.

- Objeciones por parte de la Superintendencia Financiera.

En el evento en que la Superintendencia Financiera formule objeciones a la información sobre el cumplimiento de normas sobre capitales mínimos, niveles adecuados de patrimonio, márgenes de solvencia, posición propia, inversiones obligatorias, máximos y mínimos de inversión y demás controles de ley la entidad vigilada dispone de un término de quince días contados a partir de la fecha de la comunicación que objete la liquidación, para controvertir la misma. Si la entidad vigilada, dentro de este plazo, no se pronuncia o se allana a las objeciones de la Superintendencia Financiera la liquidación quedará en firme. Si la controvierte, bajo fundadas razones, el pronunciamiento emitido por el Organismo de Control sobre las mismas tendrá el carácter de definitivo y dejará en firme la respectiva liquidación.

- Una vez quede en firme la declaración presentada o la liquidación que realice la Superintendencia Bancaria, según corresponda, la entidad vigilada deberá proceder a consignar a favor del Tesoro Nacional dentro de los diez días siguientes el valor de la sanción autoliquidable contemplada en la norma que así lo predetermine.

4.6.3. REGISTRO

De conformidad con lo establecido en la Ley 964 de 2005 las sanciones impuestas

deberán ser inscritas en el respectivo registro a partir de su ejecutoria. El registro de la sanción se mantendrá por 20 años

4.6.4. CADUCIDAD

La facultad sancionatoria de la Superintendencia Financiera caduca en tres años contados de la siguiente forma: dependiendo si se trata de conductas de ejecución instantánea, conductas de ejecución sucesiva o de conductas omisivas.

De esta manera, los tres años establecidos como término de caducidad se contarán desde el día de consumación cuando se trata de conductas de ejecución instantánea: desde el día de su consumación, desde la realización del último acto frente a conductas de ejecución permanente o sucesiva y respecto a conductas omisivas desde cuando haya cesado el deber de actuar.

Cuando en una misma actuación administrativa se investiguen varias conductas, la caducidad de la facultad sancionatoria de la Superintendencia Financiera se cuenta independiente para cada una de ellas.

5. RÉGIMEN SANCIONATORIO Y LA AUTORREGULACIÓN

5.1. JUSTIFICACIÓN DE LA AUTORREGULACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES

La autorregulación es uno de los conceptos⁸⁶ que poseen mayor tradición y permanencia dentro de los mercados de valores como instrumento para contribuir a un funcionamiento ordenado y regular del mercado, mediante la introducción de

⁸⁶ La autorregulación es “la posibilidad que tiene un conjunto de personas o entidades con intereses comunes, de emitir reglas de conducta en su actividad en el mercado público de valores, velar por su cumplimiento mediante la supervisión de las mismas y sancionar a quienes la incumplan. Definición contenida en <http://www.amvcolombia.com>

una cultura de profesionalismo y la represión de las malas prácticas⁸⁷.

Con anterioridad a la Ley 964 de 2005 solamente podían actuar como autorreguladores las bolsas de valores, a quienes les correspondía velar por el cumplimiento de las disposiciones legales y reglamentarias por parte de sus sociedades comisionistas miembros, así como porque los representantes legales de estas reunieran las más altas condiciones de honorabilidad, profesionalismo e idoneidad. Con la expedición de la mencionada norma se amplió su ámbito de aplicación, toda vez que la obligación de autorregularse se impone a todas las personas que realicen la actividad de intermediación de valores.

De conformidad con la motivación del Gobierno para la expedición de la Ley 964 de 2005 la autorregulación se fundamenta en la adopción y aplicación de normas de conducta de quienes actúan en el mercado, con el fin de preservar los buenos usos de sus participantes, propender por el cumplimiento de sus compromisos, profesionalizar el mercado y la actividad de los intermediarios y velar por el cumplimiento y efectividad de la regulación.

Entre otros aspectos la Ley 964 de 2005 determinó que⁸⁸:

- Los organismos de autorregulación sólo podrán ejercer sus funciones sobre sus miembros y las personas naturales vinculadas a éstos respecto de hechos ocurridos con posterioridad a la respectiva inscripción de los miembros.
- La inscripción en el organismo de autorregulación de los intermediarios de valores se entenderá realizada de forma transitoria con la solicitud escrita que tales intermediarios realicen a dicho organismo.
- Los intermediarios contarán con un año para obtener su admisión definitiva al organismo de autorregulación mediante la acreditación de los requisitos exigidos en el reglamento de dicho organismo.
- Las personas naturales vinculadas a los intermediarios podrán inscribirse en el

⁸⁷ Expedición de Motivos de la Ley 964 de 2005.

⁸⁸ www.amvcolombia.com

organismo de autorregulación de forma transitoria. Para tal efecto, la solicitud prevista en el literal anterior deberá contener la relación de las personas vinculadas que serán inscritos por el respectivo intermediario. El intermediario tendrá la responsabilidad de actualizar dicha información y notificar cualquier modificación que tenga la misma.

5.2. PRINCIPIOS Y CRITERIOS PARA LA AUTORREGULACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES.

5.2.1. LOS PRINCIPIOS DE LA AUTORREGULACIÓN

Al analizar el tema de los principios para la regulación del mercado de valores se mencionaron los “Principios de Autorregulación” desarrollados por la Organización Internacional de Comisiones de Valores - OICV -, aplicables a esta sección del presente estudio. Por lo tanto, se expondrán los lineamientos más importantes de la OICV respecto de estos principios y específicamente los que tengan relación con el régimen sancionador.⁸⁹

Es así como, teniendo en cuenta que los organismos autorreguladores son un complemento importante del regulador para lograr los objetivos de la regulación de valores, la OICV ha establecido los siguientes Principios:

5.2.1.1. EL RÉGIMEN REGULADOR DEBERÁ HACER UN USO APROPIADO DE LAS ENTIDADES AUTORREGULADAS QUE EJERCEN ALGUNA RESPONSABILIDAD DIRECTA DE SUPERVISIÓN EN SUS RESPECTIVAS ÁREAS DE COMPETENCIA, EN LA MEDIDA APROPIADA A LA DIMENSIÓN Y LA COMPLEJIDAD DE LOS MERCADOS.

Este grupo de Principios establece, respecto del tema de nuestro interés, el papel que deben desempeñar las entidades autorreguladas y de esta manera consagra

⁸⁹ “IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation, IOSCO Report, -2003- (Up-dated with references to work done by IOSCO since September 1998). Publicado en <http://www.iosco.org>

que:

- La entidad autorregulada esta en capacidad de exigir a sus miembros la observancia de normas éticas que vayan más allá de la regulación gubernamental.
- La entidad de autorregulación puede ofrecer un conocimiento y experiencia considerables respecto a la operativa y las prácticas del mercado, y puede ser capaz de responder a las condiciones cambiantes del mercado con más rapidez y flexibilidad que la autoridad pública.

5.2.1.2. LAS ORGANISMOS AUTORREGULADORES ESTARÁN SUJETOS A LA SUPERVISIÓN DEL REGULADOR Y OBSERVARÁN NORMAS DE JUSTICIA Y CONFIDENCIALIDAD CUANDO EJERZAN PODERES Y RESPONSABILIDADES DELEGADAS.

Por su parte este grupo de Principios contiene el régimen de autorización y supervisión. De esta manera se establece que:

- Como condición para la autorización, la legislación o el regulador deberán exigir que la entidad autorreguladora:
 - Tengan capacidad para cumplir con la finalidad de las leyes aplicables, las regulaciones y las normas y obligar al cumplimiento de dichas leyes, regulaciones y normas por parte de sus miembros y las personas vinculadas.
 - Desarrollen normas que estén diseñadas para fijar normas de conducta para sus miembros y para promover la protección de los inversores.
 - Cooperen con el regulador y otros autorreguladores para investigar y aplicar las leyes y las regulaciones.
 - Apliquen sus propias normas e impongan las sanciones correspondientes en caso de incumplimiento.

5.2.2. CRITERIOS DE LA AUTORREGULACIÓN

De conformidad con el Decreto de 2006, por medio del cual se dictaron disposiciones para el ejercicio de la actividad de autorregulación del mercado de valores, en desarrollo de las funciones de los organismos autorreguladores, las cuales se estudiarán más adelante, estas entidades deben tener en cuenta los siguientes criterios: (i) Propenderán por el establecimiento de normas uniformes, así como por su consistente interpretación y aplicación; (ii) Las labores de autorregulación deberán estar encaminadas a la protección del inversionista y al mantenimiento de la transparencia e integridad del mercado; (iii) Propenderán por no realizar una gestión que conlleve duplicidad de funciones con la de la Superintendencia Financiera de Colombia; (iv) Promoverán el profesionalismo de los miembros y personas naturales vinculados a estos, sujetos a su competencia; (v) Velarán por la sana competencia entre los diversos miembros sujetos a su competencia; (vi) Publicarán las normas, actos y decisiones que adopten por medios que garanticen su adecuada difusión y (vii) Evitarán la imposición de cargas innecesarias para el desarrollo competitivo del mercado de valores.

5.3. ESTADO ACTUAL DE LA AUTORREGULACIÓN EN COLOMBIA

Con la expedición de la Ley 964 de 2005 y el Decreto 1565 de 2006 la autorregulación se catalogó como una de las actividades que conforman el mercado de valores. Por lo tanto el Gobierno Nacional, de conformidad con los principios que orientan la intervención en las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores, está facultado para intervenir en esta actividad mediante la expedición de normas de carácter general que la desarrollen, sin perjuicio de la autonomía que corresponde a los organismos autorreguladores.

Como se mencionó, las entidades autorreguladoras son un complemento importante del regulador para lograr los objetivos del mercado de valores, por lo

tanto en este punto es importante tener en cuenta que los organismos autorreguladores no sustituye las funciones de inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera sobre los intermediarios de mercado, toda vez que esas entidades tienen dentro de sus objetivos colaborar con la Superintendencia Financiera para la preservación de la integridad del mercado, la protección de los inversionistas, la estabilidad del sistema y en general en el cumplimiento de la ley.

La Ley 964 de 2005 consagra los medios por los cuales los organismos autorreguladores cumplen los mencionados objetivos. Por tal motivo, el artículo 28 consagra que “Los organismos autorreguladores deberán adoptar un cuerpo de normas que deberán ser cumplidas por las personas sobre las cuales tienen competencia. Este cuerpo de normas deberá quedar expresado en reglamentos que serán previamente autorizados por la Superintendencia de Valores, serán de obligatorio cumplimiento y se presumirán conocidos por quienes se encuentren sometidos a los mismos”.

Estos reglamentos de autorregulación junto con las normas del mercado de valores y reglamentos de los administradores de mercados, conforman el conjunto de normas aplicables a los sujetos de autorregulación.

5.3.1. ÁMBITO DE LA AUTORREGULACIÓN

De conformidad con lo establecido en el artículo 24 de la Ley 964 de 2005 las entidades autorizadas para actuar como autorreguladores deben cumplir las siguientes funciones: (i) Función Normativa, (ii) Función de Supervisión y (iii) Función Disciplinaria.

5.3.1.1. FUNCIÓN NORMATIVA

El Artículo 24 de la Ley 964 de 2005 establece que esta función “Consiste en la adopción de normas para asegurar el correcto funcionamiento de la actividad de intermediación”.⁹⁰

⁹⁰ Sin perjuicio de la función normativa que pueden cumplir los OAR, las Bolsas de Valores y las Sociedades Administradoras de Sistemas de Negociación (SASN) podrán expedir reglamentos

Como se mencionó, de conformidad con el artículo 28 de la Ley 964 de 2001 “Los organismos autorreguladores deberán adoptar un cuerpo de normas que deberán ser cumplidas por las personas sobre las cuales tienen competencia. Este cuerpo de normas deberá quedar expresado en reglamentos que serán previamente autorizados por la Superintendencia de Valores, serán de obligatorio cumplimiento y se presumirán conocidos por quienes se encuentren sometidos a los mismos”

Por su parte el Decreto 1565 de 2006 establece que la función normativa de los organismos de autorregulación consiste en la adopción de reglamentos que deben ser observados por los miembros sometidos a su competencia, así como por las personas naturales vinculadas a estos, para asegurar el correcto funcionamiento de la actividad de intermediación de valores y señala expresamente que “en desarrollo de esta función, los organismos autorreguladores establecerán normas acerca de la conducta de los intermediarios del mercado de valores y de las personas vinculados a estos, definición de prácticas, usos, aspectos éticos y, en general, todas aquellas reglas dirigidas a la protección del inversionista y a la integridad del mercado, relacionadas con la actividad de intermediación de valores y que “Los reglamentos de autorregulación deberán prever expresamente la posibilidad de imponer sanciones por el incumplimiento de sus disposiciones”.

Es así como el Consejo Directivo del AMV⁹¹ adoptó un Reglamento, aprobado por la Superintendencia Financiera mediante Resolución 2327 de diciembre 22 de

sobre: inscripción de valores, la admisión, desvinculación y actuaciones de sus miembros y de las personas vinculadas a ellos, así como las normas que rigen el funcionamiento de los mercados que administran y la negociación y operaciones que se celebren a través de ellos. En los reglamentos que expidan las Bolsas o SASN se establecerán las medidas y los mecanismos tendientes a mantener el funcionamiento de un mercado organizado, la forma de hacer cumplir las disposiciones previstas en el reglamento, al igual que las consecuencias derivadas de su incumplimiento. No obstante, el cumplimiento de estos reglamentos, en lo que tiene que ver con la actividad de intermediación, será objeto de las funciones de supervisión y disciplina del OAR al que se encuentre vinculado el respectivo intermediario.

⁹¹El Autorregulador del Mercado de Valores AMV es una corporación de carácter privado y nacional, sin ánimo de lucro, que se rige por la Constitución Nacional, las normas civiles, la Ley 964 de 2005 y las normas que la desarrollan, por sus estatutos y reglamentos y por los principios que inspiran los organismos de <http://www.amvcolombia.com>

2006, el cual establece que el AMV cumple con su función normativa mediante la expedición de reglamentos de autorregulación por medio de los cuales “deberán adoptarse las normas acerca de la conducta de los sujetos de autorregulación, definición de sanos usos, prácticas, aspectos éticos, conflictos de interés y en general todas aquellas reglas dirigidas a la protección del inversionista, a la integridad del mercado de valores, relacionadas con la actividad de intermediación de valores. Este Reglamento estableció los aspectos mínimos que deben contener los reglamentos de autorregulación, a saber: (i) Normas que deben observar los miembros en el desarrollo de su actividad de intermediación en el mercado de valores, (ii) Desarrollo de las normas legales y reglamentarias que emitan las autoridades públicas, los administradores de mercados, que deban cumplir los miembros en el desarrollo de su actividad de intermediación de valores, (iii) Estándares de conducta para llevar a cabo la actividad de intermediación de valores, (iv) Obligaciones y deberes para con los clientes en desarrollo de la actividad de intermediación de valores, (v) Procedimientos, condiciones y requisitos relacionados con la admisión de miembros y el registro de personas naturales vinculadas, (vi) Funcionamiento de los órganos administrativos y disciplinarios de AMV; (vii) Establecimiento de estándares y procedimientos para el desarrollo de las funciones de supervisión y disciplina; (viii) Procedimiento que debe seguirse para la investigación y sanción de los sujetos pasivos del proceso disciplinario; (ix) Aspectos relacionados con la prevención de la manipulación y el fraude en relación con la actividad de intermediación de valores; (x) La forma, procedimientos, requisitos, y demás aspectos relacionados con el ejercicio de la función de certificación de las personas naturales que pretendan inscribirse en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores; (xi) Las demás que sean necesarias de conformidad con la normatividad aplicable.

De esta manera y concretamente frente al tema de este estudio, es decir el régimen sancionatorio en el mercado de valores, los reglamentos de autorregulación, en cumplimiento de su función normativa, deben contemplar los siguientes aspectos: (i) Las labores de investigación deben estar separadas de las de decisión o juzgamiento, (ii) Las diferentes etapas del proceso disciplinario (Iniciación, desarrollo y finalización), deben garantizar en todo momento el derecho de defensa y el debido proceso, (iii) Mecanismos para la terminación anticipada de los procesos, (iv) El procedimiento para el decreto, práctica y traslado de pruebas, (v) Las clases de sanciones aplicables (Expulsión;

suspensión; limitación de actividades, funciones y operaciones; multas; censuras y amonestaciones) y Criterios de graduación, (vi) Mecanismos para garantizar el cumplimiento de las sanciones impuestas, (vii) Forma en que se certificarán los antecedentes disciplinarios de los miembros y de las personas vinculados a estos.

5.3.1.2. FUNCIÓN DE SUPERVISIÓN

El Artículo 24 de la Ley 964 de 2005 establece que esta función “Consiste en la verificación del cumplimiento de las normas del mercado de valores y de los reglamentos de autorregulación”.

Por su parte el Decreto 1565 de 2006 establece que la función de supervisión de los organismos de autorregulación consiste en la verificación del cumplimiento de las normas del mercado de valores relativas a la actividad de intermediación, los reglamentos expedidos por los organismos de autorregulación respectivos y los reglamentos de las bolsas de valores, los sistemas de negociación y los sistemas de registro, a través de metodologías y procedimientos de reconocido valor técnico. La labor de supervisión del autorregulador puede ser desarrollada, por lo menos, a través de las siguientes herramientas: (i) Monitoreo del mercado cuyas operaciones se realizan por medio de sistemas y plataformas de negociación de las bolsas de valores y sistemas de negociación, así como de las operaciones realizadas en el mercado mostrador que sean objeto de registro; (ii) Establecimiento y cumplimiento de un plan periódico de visitas selectivas a los miembros; (iii) Evaluación de la información y documentos remitidos por sus miembros según lo dispuesto, (iv) Expedición de los reglamentos del organismo de autorregulación, y (v) Planes de ajuste y actividades de gestión preventiva.

De conformidad con el Reglamento del AMV aprobado por la Superintendencia Financiera mediante Resolución 2327 de diciembre 22 de 2006, esta función consiste en la verificación del cumplimiento de las normas del mercado de valores, reglamentos de autorregulación y reglamentos de los administradores de mercados, por parte de los miembros del autorregulador, los asociados autorregulados voluntariamente y las personas naturales vinculadas a estos, mediante la realización de las actividades que se consideren apropiadas para

cumplir con tal fin, como las siguientes: (i) Seguimiento al comportamiento del mercado de valores y a las actividades de intermediación de los sujetos de autorregulación, (ii) Monitoreo y vigilancia de las transacciones realizadas en los diferentes sistemas de negociación en donde actúen los sujetos de autorregulación, así como las operaciones celebradas en el mercado mostrador que sean objeto de registro, (iii) Diseño y ejecución de visitas generales o selectivas a los sujetos de autorregulación, al igual que adelantar visitas especiales a dichos sujetos, en relación con sus actividades de intermediación en el mercado de valores, (iv) Requerimiento de información a los sujetos de autorregulación y a terceros, por cualquier medio, en relación con la celebración de operaciones en el mercado de valores y otras formas de intermediación en dicho mercado, (v) Evaluación de las quejas presentadas por los sujetos de autorregulación, clientes de éstos y terceros y adelantar las averiguaciones necesarias, (vi) Diseño e implementación de sistemas de alertas para identificar operaciones irregulares celebradas o registradas en el mercado de valores, (vii) Celebración de planes de ajuste y desempeño con el fin de elevar los estándares de conducta y operación en el mercado de valores, (viii) Llevar a cabo una gestión de supervisión preventiva con el fin de evitar la ocurrencia de infracciones.

5.3.1.3. FUNCIÓN DISCIPLINARIA

El Artículo 24 de la Ley 964 de 2005 establece que esta función “Consiste en la imposición de sanciones por el incumplimiento de las normas del mercado de valores y de los reglamentos de autorregulación”.

Asimismo, la Ley 964 de 2005 establece que los organismos autorreguladores están obligados a instaurar mecanismos para el ejercicio de la función disciplinaria y que para su ejercicio, deben: (i) Establecer procedimientos para iniciar acciones disciplinarias por el incumplimiento de los reglamentos de autorregulación y de las normas del mercado de valores, (ii) Decidir sobre las sanciones disciplinarias aplicables e (iii) Informar a la Superintendencia Financiera sobre las decisiones adoptadas en materia disciplinaria. De esta manera el organismo autorregulador para el cumplimiento de estas obligaciones se encuentra facultado para: (i) Decretar, practicar y valorar pruebas, (ii) Determinar la posible responsabilidad disciplinaria de las personas investigadas dentro de un proceso disciplinario, (iii) Imponer las sanciones disciplinarias establecidas en los reglamentos, temas que

se desarrollarán en adelante, como objeto del presente estudio.

Por su parte el Decreto 1565 de 2006 establece que la función disciplinaria de los organismos de autorregulación consiste en la investigación de hechos y conductas con el fin de determinar la responsabilidad por el incumplimiento de las normas del mercado de valores, de los reglamentos de autorregulación y de los reglamentos de las bolsas de valores, de los sistemas de negociación y de los sistemas de registro, iniciar procesos e imponer las sanciones a que haya lugar. Los procesos disciplinarios se podrán referir tanto a los intermediarios de valores como a las personas naturales vinculadas a estos. En desarrollo de esta función, los organismos autorreguladores deben establecer en sus reglamentos, como mínimo, los siguientes aspectos: (i) Que las labores de investigación se encuentren separadas de las labores de decisión; (ii) Las medidas tendientes a asegurar la eficacia de los resultados del procedimiento disciplinario; (iii) Las etapas de iniciación, desarrollo y finalización del proceso disciplinario, garantizando en todo momento el derecho de defensa y el debido proceso; (iv) Los mecanismos para la terminación anticipada de los procesos disciplinarios; (v) El procedimiento para el decreto, práctica y traslado de pruebas; (vi) El procedimiento para tramitar impedimentos y recusaciones de los miembros del órgano disciplinario; (vii) Las clases de sanciones aplicables y criterios de graduación; (viii) La forma de notificar las decisiones así como los recursos que caben contra las mismas; (ix) Mecanismos para garantizar el cumplimiento de la sanción impuesta, y (x) Forma en que se certificarán los antecedentes disciplinarios de los miembros.

De conformidad con el Reglamento del AMV aprobado por la Superintendencia Financiera mediante Resolución 2327 de diciembre 22 de 2006, La función disciplinaria consiste en la investigación de hechos y conductas con el fin de determinar la responsabilidad por el incumplimiento de las normas del mercado de valores, reglamentos de autorregulación y reglamentos de los administradores de mercados, así como el juzgamiento de las mismas, mediante la realización de las siguientes actividades: (i) Instrucción de procesos disciplinarios, incluyendo entre otros, la solicitud formal de explicaciones, el decreto, práctica y recaudo de pruebas, la evaluación de las explicaciones y la formulación de los cargos, (ii) Adelantar las investigaciones que se requieran, en relación con las actividades de intermediación por parte de los sujetos de autorregulación, (iii) Requerimientos de información a los sujetos de autorregulación y a terceros que sea necesaria en

desarrollo de investigaciones y procesos disciplinarios, (iv) La negociación y suscripción de acuerdos de terminación anticipada, (v) Las funciones de juzgamiento a cargo del Tribunal Disciplinario, mediante la imposición de las sanciones a que haya lugar, (vi) Todas las demás gestiones relacionadas con la iniciación, trámite y finalización de procesos disciplinarios, así como cualquier otra asociada con las actividades anteriormente referidas.

5.4. FUNCIÓN DISCIPLINARIA DE LOS ORGANISMOS AUTORREGULADORES DEL MERCADO DE VALORES

De conformidad con la Ley 964 de 2005, en ejercicio de la función disciplinaria, los organismos autorreguladores deben instituir reglas y procedimientos con el fin de sancionar el incumplimiento de las normas del mercado de valores y los reglamentos de autorregulación.

De esta manera el organismo autorregulador esta facultado para iniciar de oficio o a petición de parte acciones disciplinarias en virtud de dichos incumplimientos, decretar, practicar y valorar pruebas, determinar la responsabilidad disciplinaria de las personas investigadas e imponer las sanciones disciplinarias establecidas en los reglamentos a que haya lugar.

5.4.1. PRINCIPIOS QUE ORIENTAN LA FUNCIÓN DISCIPLINARIA

De conformidad con el Decreto 1565 de 2006, los organismos autorreguladores que desarrollen la función disciplinaria deberán observar en los procedimientos disciplinarios que adelanten los principios de proporcionalidad, revelación dirigida, contradicción, efecto disuasorio, oportunidad, economía y celeridad, respetando en todo momento el debido proceso y el derecho de defensa del investigado⁹².

- Proporcionalidad: de conformidad con este principio la sanción impuesta debe ser proporcional a la infracción cometida por el sujeto de autorregulación.

⁹² Ley 964 de 2005 y Decreto 1565 de 2005

- Revelación dirigida: de acuerdo con este principio el organismo autorregulador puede determinar el momento en que divulgará al público determinada sanción, en los casos en los cuales la revelación de la misma pueda poner en riesgo la estabilidad del mercado.
- Contradicción: con base en este principio el organismo autorregulador tendrá en cuenta los descargos que hagan las personas a quienes se les formuló pliego de cargos y la contradicción de las pruebas allegadas regular y oportunamente al proceso administrativo sancionatorio.
- Disuasorio de la sanción: según este principio la sanción buscará evitar que los participantes del mercado vulneren la norma que dio origen a la misma.
- Oportunidad: en desarrollo de este principio, el organismo autorregulador debe evaluar el costo y beneficio de la iniciación de procesos disciplinarios y podrá optar por no iniciar actuaciones de índole disciplinaria, si la infracción no lo amerita. Para tal efecto, se tendrá en cuenta que la autorregulación busca el correcto funcionamiento de la actividad de intermediación de valores, así como los costos asociados al despliegue de la actividad disciplinaria frente a los posibles resultados y a la materialidad y efectos de la conducta reprochable, entre otros aspectos. Lo anterior, sin perjuicio de la posibilidad de la utilización de mecanismos para prevenir la reiteración de infracciones, como la suscripción de planes de ajuste o la remisión de comunicaciones formales de advertencia.
- Economía: en virtud de este principio el organismo de autorregulación adoptará, interpretará y aplicará normas de procedimiento de tal forma que las actuaciones se adelanten de manera eficaz y sin incurrir en costos innecesarios.
- Celeridad: en desarrollo de este principio el organismo autorregulador impulsará los procesos de manera ágil, evitando dilaciones injustificadas. Los procesos disciplinarios que adelante un organismo autorregulador se regirán únicamente por los principios que orientan su función disciplinaria y el procedimiento será el establecido en los reglamentos expedidos para el efecto.

5.4.2. SUJETOS

5.4.2.1. SUJETOS PASIVOS DE LA FUNCIÓN DISCIPLINARIA DE LOS ORGANISMOS AUTORREGULADORES.

De conformidad con el artículo 25 de la Ley 964 de 2005 están en la obligación de autorregularse todos aquellos que realicen actividades de intermediación de valores.

De esta manera, los sujetos a quienes se les puede investigar y sancionar por parte del organismo autorregulador que ejerce su función disciplinaria, están determinados en el Decreto 1565 de 2006, así:

- Los intermediarios de valores, personas naturales o jurídicas, aceptados como tal por el organismo autorregulador.
- Las personas naturales vinculadas a un miembro del organismo autorregulador, independientemente del tipo de relación contractual, en cuanto participen, directa o indirectamente, en la realización de actividades propias de la intermediación de valores, aún cuando tales personas no se encuentren inscritas previamente en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores o no hayan sido inscritas en el organismo autorregulador⁹³.
- Las personas que sin tener el carácter de intermediarios de valores, voluntariamente decidan acogerse al ejercicio de las funciones de autorregulación del respectivo organismo, siempre que se trate de personas que participen en los sistemas de negociación de valores y deban autorregularse conforme a los reglamentos de estos últimos.

⁹³ De conformidad con el Reglamento del AMV, aprobado por la Superintendencia Financiera mediante Resolución 2327 de diciembre 22 de 2006 las personas naturales que sean sujetos pasivos del proceso disciplinario serán responsables disciplinariamente cuando participen de cualquier manera en los hechos que constituyan un desconocimiento a las normas para cuya supervisión tiene competencia AMV, sin perjuicio de la responsabilidad que le corresponda a la sociedad a la cual están vinculados.

Asimismo, esta reglamentación establece que la obligación de autorregularse, de las personas anteriormente indicadas, se cumple en la medida en que “sobre la actividad de intermediación de valores se surtan en todo momento las funciones normativa, de supervisión y disciplinaria por parte de uno o más organismos de autorregulación de los cuales sea miembro el intermediario de valores. La membresía en un organismo de autorregulación será necesaria para poder actuar en el mercado de valores”.

5.4.2.2. ENTIDADES AUTORREGULADORAS QUE PUEDEN EJERCER FUNCIÓN DISCIPLINARIA.

La Ley 964 de 2005 establece la posibilidad de la coexistencia de varios organismos autorreguladores, sin embargo en la actualidad, dentro del mercado de valores colombiano, existe un solo ente autorregulador: El Autorregulador del Mercado de Valores - AMV -. De esta manera pueden actuar como organismos autorreguladores: (i) Organizaciones constituidas exclusivamente para tal fin, (ii) Organizaciones gremiales o profesionales, (iii) Las bolsas de Valores, (iv) Las bolsas de productos agropecuarios, agroindustriales o de otros commodities y (v) Sociedades administradoras de sistemas de negociación⁹⁴.

Asimismo se establece que cada uno de los organismos autorreguladores que existan en el mercado de valores pueden ejercer todas o algunas de las funciones que conforman el ámbito de la autorregulación, dentro de las cuales se encuentra la función disciplinaria.

De la misma manera la Ley 964 de 2005 señala que La Superintendencia Financiera puede otorgar permiso a un organismo autorregulador cuando cumpla con ciertos requisitos, a saber: (i) Contar con el número mínimo de miembros que determine el Gobierno Nacional y demostrar su importancia para el mercado; (ii) Disponer de los mecanismos adecuados para hacer cumplir por sus miembros y por las personas vinculadas con ellos las leyes y normas del mercado de valores y

⁹⁴ Decreto 1565 de 2006. Artículo 5, Parágrafo 1. Con excepción de las entidades organizaciones constituidas exclusivamente para tal fin, en las demás entidades deberá existir un área interna especializada en las funciones propias de la autorregulación.

los reglamentos que la misma entidad expida; (iii) Contar con un mecanismo de registro de las personas jurídicas y naturales para que sean miembros del organismo autorregulador; (iv) Demostrar que sus reglamentos prevén mecanismos para que en los diferentes órganos del organismo autorregulador se asegure una adecuada representación de sus miembros, sin perjuicio de que en los mismos se establezca una participación mayoritaria de miembros externos o independientes; (v) Demostrar que las normas del organismo autorregulador proveerán una adecuada distribución de los cobros, tarifas y otros pagos entre sus miembros; (vi) Garantizar que las reglas del organismo autorregulador estén diseñadas para prevenir la manipulación y el fraude en el mercado, promover la coordinación y la cooperación con los organismos encargados de regular y hacer posibles los procesos de compensación y liquidación, procesamiento de información y facilitar las transacciones, así como eliminar las barreras y crear las condiciones para la operación de mercados libres y abiertos en el ámbito nacional e internacional y, en general, proteger a los inversionistas y el interés público; (vii) Garantizar que se prevenga la discriminación entre los miembros, así como establecer reglas que eviten acuerdos y actuaciones que vulneren el espíritu y propósitos de la normativa del mercado de valores y (viii) Demostrar que las normas del organismo autorregulador proveerán la posibilidad de disciplinar y sancionar a sus afiliados de acuerdo con la normatividad del mercado de valores y sus propios reglamentos. Las sanciones de carácter disciplinario podrán tener la forma de expulsión, suspensión, limitación de actividades, funciones y operaciones, multas, censuras, amonestaciones y otras que se consideren apropiadas y que no riñan con el ordenamiento jurídico legal.

Por su parte el Decreto 1565 de 2006 establece los siguientes requisitos para obtener el certificado de autorización de un organismo de autorregulación: (i) Contar con por lo menos diez (10) miembros. Dicho número de miembros debe mantenerse de forma permanente por el organismo autorregulador; (ii) Disponer de los mecanismos adecuados para hacer cumplir por sus miembros y por las personas vinculadas con ellos las leyes y normas del mercado de valores, los reglamentos que la misma entidad expida y los reglamentos que expidan las bolsas de valores, las sociedades administradoras de sistemas de negociación y las entidades que administran sistemas de registro; (iii) Contar con un mecanismo de registro de las personas jurídicas y naturales que sean intermediarios de valores para que sean miembros del organismo autorregulador; (iv) Que sus

reglamentos, en materia de administración y gobierno corporativo, se ajusten a lo previsto en el presente decreto; (v) Que los reglamentos del organismo autorregulador provean una adecuada distribución de los cobros, tarifas y otros pagos entre sus miembros; (vi) Que los reglamentos del organismo autorregulador estén diseñados para prevenir la manipulación y el fraude en el mercado, promover la coordinación y la cooperación con los organismos encargados de regular, hacer posible los procesos de compensación y liquidación, procesamiento de información y facilitar las transacciones, así como eliminar las barreras y crear las condiciones para la operación de mercados libres y abiertos en el ámbito nacional e internacional y en general, proteger a los inversionistas y el interés público; (vii) Que se prevenga la discriminación entre los miembros, así como establecer reglas que eviten acuerdos y actuaciones que vulneren el espíritu y propósitos de la normativa del mercado de valores y (ix) En el caso de aquellos organismos autorreguladores que adelanten la función disciplinaria, que los reglamentos del organismo autorregulador provean la posibilidad de disciplinar y sancionar a sus miembros y personas naturales vinculados a estos, de acuerdo con la normatividad del mercado de valores y sus propios reglamentos.

Los organismos de autorregulación deben tener la siguiente organización: (i) Una Asamblea de Miembros, (ii) Un Consejo Directivo y (iii) Un Presidente. Adicionalmente los organismos autorreguladores que desarrollen funciones disciplinarias deberán contar con un Órgano Disciplinario.

De conformidad con el Decreto 1565 de 2006, para la conformación del órgano disciplinario del organismo autorregulador que cumpla funciones disciplinarias, se tendrán en cuenta las siguientes reglas: (i) Todos los miembros del órgano disciplinario deberán ser nombrados por el consejo directivo, y tendrán un período fijo; (ii) Por lo menos la mitad de los miembros del órgano disciplinario deberán ser independientes; (iii) Los miembros del órgano disciplinario deberán contar con un alto nivel de integridad moral y credibilidad en el sector financiero o bursátil y (iv) Los miembros del órgano disciplinario deberán contar con una experiencia mínima de cinco (5) años en el mercado financiero o bursátil.

5.4.2.3. OBLIGACIONES Y DEBERES DE LOS SUJETOS PASIVOS

La autorregulación se fundamenta en la adopción y aplicación de normas de

conducta de quienes actúan en el mercado, con el fin de preservar los buenos usos de sus participantes, propender por el cumplimiento de sus compromisos, profesionalizar el mercado y la actividad de los intermediarios y velar por el cumplimiento y efectividad de la regulación⁹⁵.

Como se mencionó en la actualidad, dentro del mercado de valores colombiano, existe un solo ente autorregulador: Autorregulador del Mercado de Valores AMV. Por lo tanto, de conformidad con lo ya desarrollado respecto de los principios de la función disciplinaria de los organismos autorreguladores y del contenido de los reglamentos que estas entidades deben emitir para el correcto ejercicio de dicha función, a continuación se exponen los deberes y obligaciones establecidos en su Reglamento.

El Reglamento del AMV aprobado por la Superintendencia Financiera mediante Resolución 2327 de diciembre 22 de 2006, establece los deberes que deben observar los sujetos de autorregulación, en desarrollo de la actividad de intermediación de valores, de la siguiente manera:

- Conducir sus negocios con lealtad, claridad, precisión, probidad comercial, seriedad y cumplimiento, en el mejor interés de la integridad del mercado y de las personas que participan en él.
- Actuar con la debida diligencia en la recepción y ejecución de órdenes de compra y venta de valores, y en la celebración de operaciones de compraventa de valores con clientes.
- Evitar situaciones de conflictos de interés o cumplir con los mecanismos o procedimientos establecidos para su administración.
- Asegurar un tratamiento equitativo a los clientes y demás participantes del mercado.
- Abstenerse de realizar operaciones, directamente o por interpuesta persona, utilizando información privilegiada, suministrar tal información a terceros o

⁹⁵Expedición de Motivos de la Ley 964 de 2005.

recomendar la realización de operaciones con fundamento en dicha información.

- Mantener un mercado de valores cimentado sobre bases de libre y leal competencia.

Asimismo, este Reglamento, establece las obligaciones que deben cumplir los sujetos de autorregulación, en desarrollo de la actividad de intermediación de valores, de la siguiente manera:

- Capacitar a las personas naturales vinculadas a los miembros y propender por su profesionalismo.
- Obtener y suministrar a los clientes la información relevante para la realización de transacciones.
- Entregar oportunamente la documentación de los negocios realizados a los clientes.
- Suministrar información al AMV: de acuerdo con esta obligación los sujetos de autorregulación deben suministrar a los funcionarios de AMV toda la información y documentos que se encuentre en su poder y que le sean solicitados por éstos para el ejercicio de sus funciones sin que sea posible oponer a tal solicitud ningún tipo de reserva. Igualmente, deben colaborar en lo posible con AMV para el recaudo de información que se encuentre en poder de terceros y que por cualquier motivo no haya podido ser obtenida por AMV.

Sin perjuicio de la posibilidad de solicitar otra información o documentación, los miembros deberán enviar a AMV la siguiente información, cuando éste lo solicite expresamente:

- Los estados financieros, información financiera, bancaria, contable y operativa en relación con la actividad de intermediación de valores.
- Modificaciones a los estatutos y reglamentos.

- La información relativa a las operaciones y actividades de intermediación, de acuerdo con los formatos y mecanismos de envío de información que establezca AMV.
 - La autorización de la Superintendencia Financiera de Colombia para la realización de nuevas actividades, cuando ella sea necesaria, una vez ésta se obtenga, así como la persona o personas encargadas de las actividades, si fuere del caso.
 - El formulario de actualización en el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores o en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores, una vez se remita a la Superintendencia Financiera de Colombia.
 - La integración de la Junta Directiva o el órgano que haga sus veces y de sus comités, tanto del miembro como de sus accionistas con participación material.
 - La información del miembro y sus accionistas con participación material, los nombres y direcciones para notificación y toda aquella información que requiera AMV sobre las personas naturales vinculadas al miembro, de acuerdo con los formatos y mecanismos de envío de información que establezca AMV.
- Informar a AMV de cualquier hecho o situación que constituya una infracción o que atente contra la transparencia y seguridad del mercado.
 - Revelar la naturaleza y extensión de los conflictos de interés en que se vean incursos en el desarrollo de sus labores de intermediación de valores, buscando en todo caso dar a los demás participantes del mercado un tratamiento justo y equitativo. De no ser ello posible, deberán abstenerse de realizar la operación.
 - Procurar las mejores condiciones de ejecución y precio para sus clientes, incluyendo las operaciones en las cuáles la contraparte de la compraventa es el mismo miembro.

Asimismo, el Reglamento del AMV aprobado por la Superintendencia Financiera mediante Resolución 2327 de diciembre 22 de 2006, establece los deberes especiales aplicables a las personas naturales vinculadas:

- Las personas naturales vinculadas no deben adelantar ninguna relación de negocios en la cual exista desinformación o mal entendimiento sobre la transacción específica o sobre el alcance de las responsabilidades del miembro.
- Las personas naturales vinculadas deben asegurar que las obligaciones impuestas por la normatividad aplicable a ellas y a los miembros sean observadas.
- En la propuesta, discusión y cierre de cualquier negocio, las personas naturales vinculadas a los miembros deberán tomar todas las precauciones en orden a lograr de cualquiera de los participantes del mercado un correcto entendimiento sobre la naturaleza, alcance y condiciones del negocio, en especial, las siguientes:
 - La identificación del miembro en nombre del cual se está actuando y la calidad específica en que actúa la persona natural vinculada, a fin de evitar cualquier riesgo de confusión de contraparte.
 - Si el miembro actúa en posición propia o por cuenta de terceros.
 - El recíproco conocimiento de todos los elementos necesarios para el cierre de la transacción.
 - La revelación de toda información material o relevante para el cierre del negocio, a menos que la información sea reservada.
- Las personas naturales vinculadas deben cumplir el deber de asesoría que su carácter de intermediarios profesionales les impone para con sus clientes. En tal virtud, tales personas:

- Informarán a sus clientes sobre los elementos que un inversionista razonable tendría en cuenta al momento de tomar la decisión de inversión teniendo en cuenta el perfil del inversionista, sin sobrestimar los beneficios o subestimar los riesgos asociados a las operaciones.
- Solicitarán instrucciones específicas de los clientes, cuando en la ejecución de una orden se presenten hechos que de ser conocidos por el cliente, implicarían que él modificara radicalmente las instrucciones inicialmente impartidas.
- Buscarán siempre obtener la mayor utilidad o beneficio para su cliente.
- Las personas naturales vinculadas deberán cumplir estrictamente las reglas establecidas en relación con el recibo, registro, plazo de validez, prioridad, ejecución, distribución y cancelación de las órdenes recibidas de sus clientes. Igualmente, deberán mantener los registros y documentos relativos a la comprobación del recibo, transmisión y ejecución de las órdenes recibidas de los clientes.
- Las personas naturales vinculadas se abstendrán de realizar o participar en prácticas tendientes a la creación de condiciones artificiales de demanda, de oferta o de precio en el mercado, o para la ejecución de prácticas o usos inequitativos con el mercado.
- Las personas naturales vinculadas deberán abstenerse de realizar operaciones no representativas del mercado.
- Las personas naturales vinculadas tendrán un estricto deber de confidencialidad acerca de sus clientes y no revelarán detalles de las operaciones realizadas con los mismos a ningún tercero, salvo que lo autorice el cliente o en los casos que exigen la Constitución, la Ley y demás normatividad aplicable.
- Las personas naturales vinculadas no deberán ofrecer ni aceptar incentivos o beneficios para la realización de negocios, distintos a los que establezcan las políticas internas de los miembros.

- En su actividad de intermediación las personas naturales vinculadas deben obrar de buena fe, con lealtad y con la diligencia de un buen hombre de negocios, según lo establezcan las normas que desarrollen dichos conceptos.

5.4.3. SANCIONES

De conformidad con los reglamentos expedidos por el organismo autorregulador, habrá lugar a la imposición de sanciones a los sujetos pasivos de los procesos disciplinarios cuando éstos incurran en violación de la normatividad aplicable.

Para determinar las sanciones aplicables, el órgano disciplinario deberá tener en cuenta la gravedad de los hechos y de la infracción, los perjuicios causados con la misma, los antecedentes del investigado y demás circunstancias que considere pertinentes. Podrá imponerse a un investigado una o varias sanciones previstas en el reglamento.

De conformidad con el Decreto 1565 de 2006 los organismos autorreguladores pueden imponer sanciones, las cuales pueden ser: (i) expulsión, (ii) suspensión, (iii) limitación de actividades, funciones y operaciones, (iv) multas, (v) censuras, (vi) amonestaciones y cualquier otra que considere conveniente, siempre de acuerdo con el ordenamiento jurídico.

En ese sentido, el Reglamento del AMV aprobado por la Superintendencia Financiera mediante Resolución 2327 de diciembre 22 de 2006, establece que debido al incumplimiento de la normatividad aplicable, este organismo autorregulador pueden imponer las siguientes sanciones:

- Amonestación: aplicable tanto a personas naturales y como a personas jurídicas
- Multa: La cuantía máxima de las multas que podrán imponerse a las personas naturales será de doscientos (200) salarios mínimos legales mensuales vigentes en Colombia al momento de la imposición de la sanción. Para las personas jurídicas, la cuantía máxima de las multas que podrán imponerse

será de mil (1000) salarios mínimos legales mensuales vigentes en Colombia al momento de la ocurrencia de los hechos.

Este reglamento establece que si el beneficio económico percibido por el sancionado en relación con los hechos objeto de sanción es superior a los topes previstos en el inciso anterior, podrá imponerse una multa superior a los topes antes mencionados, hasta concurrencia del doble del monto del beneficio económico percibido.

- **Suspensión:** esta sanción sólo aplica para personas naturales y no podrá ser inferior a un (1) día hábil ni superior a tres (3) años. La persona que se encuentre suspendida no podrá realizar, directa o indirectamente, intermediación en el mercado de valores, ni actividades relacionadas, ni actuar como persona vinculada de un miembro. No obstante estará sometida a todas las obligaciones legales y reglamentarias que no estén en contradicción con la suspensión y a la competencia de AMV.
- **Expulsión:** esta sanción es aplicable a personas naturales y a personas jurídicas y conlleva la pérdida de la calidad de miembro o asociado autorregulado voluntariamente por AMV. En este caso, será cancelada su inscripción como miembro o asociado autorregulado voluntariamente y no podrá realizar actividades de intermediación en el mercado de valores. Cuando la sanción recaiga sobre una persona natural, ésta no podrá actuar como persona natural vinculada a un miembro, ni podrá realizar, directa o indirectamente, intermediación en el mercado de valores, ni actividades relacionadas.

5.4.4. MEDIDAS PREVENTIVAS

La finalidad de las medidas preventivas es evitar que se produzca o se continúe produciendo un perjuicio, así como asegurar la eficacia del proceso disciplinario. El organismo autorregulador pueden imponer estas medidas en cualquier momento, cuando lo considere conveniente.

El Reglamento del AMV aprobado por la Superintendencia Financiera mediante

Resolución 2327 de diciembre 22 de 2006, establece este organismo autorregulador puede adoptar las siguientes medidas preventivas:

- Constitución de garantías especiales
- Divulgación de información
- Suspensión total o parcial de las actividades por parte de los miembros de AMV o de las personas vinculadas a éstos. En estos eventos se entenderá que además incluye la imposibilidad de adelantar trámites de admisión como persona natural vinculado en otro intermediario por el término de vigencia de la medida preventiva.

5.4.5. PROCESO DISCIPLINARIO

Todo proceso disciplinario en el régimen de autorregulación tiene como finalidad determinar la responsabilidad por el incumplimiento de la normatividad aplicable. De conformidad con la Ley 964 de 2005, todo proceso disciplinario deberá estar soportado por: (i) La conducta que el miembro y/o las personas vinculadas a este desarrollaron, (ii) La norma del mercado de valores o del reglamento del autorregulador que específicamente incumplieron y (iii) En caso de que exista, la sanción impuesta y la razón de la misma.

El artículo 24 del Decreto 1565 de 2006 establece las actuaciones mínimas que deben contemplar los reglamentos de los organismos autorreguladores en desarrollo del proceso disciplinario.

De esta manera, cuando haya lugar a un proceso disciplinario, el organismo autorregulador en cumplimiento de sus funciones disciplinarias, deberá cumplir con diferentes etapas las cuales garantizan el debido proceso del sujeto pasivo. Estas etapas son: (i) Indagación Preliminar, (ii) Etapa de Investigación y (iii) Etapa de Juzgamiento.

- Indagaciones Preliminares

En desarrollo del artículo 24 mencionado, el Reglamento del AMV aprobado por la Superintendencia Financiera mediante Resolución 2327 de diciembre 22 de 2006, establece las diligencias previas a la solicitud formal de explicaciones.

De esta manera el AMV señala que, “previo a la solicitud formal de explicaciones, el Presidente de AMV, el Director de Supervisión, el Director de Asuntos Legales y Disciplinarios o el funcionario de la Dirección de Supervisión o de la Dirección Legal y Disciplinaria que sea designado para el efecto, podrán adelantar de oficio, a petición de cualquier interesado o del Tribunal Disciplinario, todas las indagaciones que consideren pertinentes, para lo cual podrán practicar y recaudar las pruebas que estimen necesarias.

La indagación preliminar no hace parte del proceso disciplinario, pero constituye su origen. Al terminar la indagación preliminar se pueden tomar una de las siguientes decisiones: (i) archivar el caso, (ii) formular recomendaciones o (iii) iniciar un proceso disciplinario.

- Etapa de Investigación

La etapa de investigación tiene como finalidad examinar y establecer los hechos o conductas objeto de sanción, practicar las pruebas pertinentes, archivar las investigaciones cuando no exista mérito para continuar con el trámite del proceso o adelantar la etapa de juzgamiento cuando a ello haya lugar y contiene varias actuaciones:

- Apertura formal: El artículo 24 del Decreto 1565 de 2006 establece como la primera actuación dentro del proceso disciplinario “La comunicación formal de la apertura del proceso disciplinario” que debe llevar a cabo el organismo autorregulador al sujeto investigado.

Esta norma también establece que en la formulación de los cargos imputados deben constar de manera clara y precisa las infracciones disciplinarias en que presuntamente incurrió el sujeto investigado.

Asimismo, señala esta norma que junto con la comunicación formal se debe

dar traslado al sujeto investigado de todas las pruebas que dieron lugar a la apertura formal del proceso disciplinario e informarlo de la posibilidad que tiene de contradicción, por medio de la presentación de unos descargos y mediante la controversia de las pruebas en su contra, así como la posibilidad de solicitar aquellas que considere pertinentes.

En desarrollo del artículo 24 mencionado, el Reglamento del AMV establece que el Presidente de AMV o el Director de Asuntos Legales y Disciplinarios, iniciará el proceso disciplinario mediante el envío al investigado de una solicitud formal de explicaciones en la cual se indiquen la conducta observada, las pruebas y la probable norma violada⁹⁶.

- Descargos: Asimismo, el artículo 24 del Decreto 1565 de 2006 como actuación dentro del proceso disciplinario establece la obligación de dar al sujeto investigado la oportunidad de respuesta a la comunicación formal de apertura del proceso disciplinario, la cual podrá ser verbal o escrita. En esta misma oportunidad podrá allegar y solicitar las pruebas que desee hacer valer en el proceso.

De esta manera, el sujeto investigado podrá presentar sus descargos, controvertir las pruebas que le fueron trasladadas y solicitar nuevas pruebas.

Respecto de este punto el Reglamento del AMV señala que los investigados deben rendir las explicaciones solicitadas, circunscribiendo su respuesta a la expresa aceptación o negación de los hechos o conductas señaladas en la solicitud formal de explicaciones y a un pronunciamiento concreto sobre la normatividad presuntamente violada.

⁹⁶ De acuerdo con este Reglamento, no podrá elevarse una solicitud formal de explicaciones después de transcurridos más de tres (3) años contados a partir de la ocurrencia de los hechos. En el caso de una infracción resultante de varios hechos, o de infracciones resultantes de hechos sucesivos dicho término se contará a partir de la ocurrencia del último hecho. En el caso de infracciones resultantes de conductas omisivas, el término se contará desde cuando haya cesado el deber de actuar.

El hecho de no recibir explicación que niegue o aclare la realización de la correspondiente conducta se apreciará por el Tribunal Disciplinario como indicio grave en contra del investigado.

- Pruebas: de conformidad con el artículo 25 del Decreto 1565 de 2006, los procesos disciplinarios gozan de libertad probatoria. De esta manera, pueden emplearse cualquier medio de prueba legalmente recaudado, entre otros los medios físicos o electrónicos que sean útiles para la formación del convencimiento.

Como se mencionó la formulación de cargos debe ir acompañada de las pruebas que dieron lugar a la apertura de la investigación y el sujeto investigado puede, con la presentación de sus descargos, aportar todas las pruebas que considere conveniente.

No obstante, si el investigado demuestra sumariamente que no le ha sido posible aportar determinada prueba, podrá solicitar que la misma se decrete por parte de AMV, quien podrá decretar la práctica de las pruebas solicitadas, siempre que las considere pertinentes, conducentes y útiles.

Igualmente AMV podrá decretar, de oficio, las pruebas que considere necesarias con el fin de verificar los hechos investigados.

En este punto es importante tener en cuenta que la Superintendencia Financiera puede trasladar al organismo autorregulador las pruebas que éste requiera para el ejercicio de su función disciplinaria, siempre que se garantice el derecho de contradicción. Igualmente, las pruebas recaudadas por los organismos de autorregulación deberán trasladarse a la Superintendencia Financiera de Colombia cuando esta lo requiera.

El Reglamento del AMV señala que posteriormente a la recepción de las explicaciones presentadas por el investigado, el Presidente de AMV o el Director de Asuntos Legales y Disciplinarios deberá evaluarlas y proceder a archivar la investigación de forma motivada y documentada cuando considere que no existe mérito para continuar con el trámite del proceso, o

remitir el correspondiente pliego de cargos al investigado y al Tribunal Disciplinario. En este último supuesto, elaborará un documento en el cual se evaluarán las explicaciones presentadas y se solicitará al Tribunal Disciplinario la imposición de una sanción.

- Etapa de Juzgamiento

El artículo 24 del Decreto 1565 de 2006 establece como actuación dentro del proceso disciplinario el pronunciamiento verbal o escrito que impone la sanción o exonera al imputado, el cual debe ser motivado y congruente con los cargos formulados.

El Reglamento del AMV señala que la etapa de decisión estará a cargo del Tribunal Disciplinario de AMV y tendrá como finalidad la determinación de la existencia o inexistencia de responsabilidad disciplinaria de las personas investigadas en el caso respectivo.

De esta manera, el Reglamento del AMV consagra que una vez puesta en conocimiento de la sala de decisión la respectiva investigación disciplinaria, ésta, si lo considera pertinente, podrá citar al Presidente de AMV, a los funcionarios delegados por éste, o a los investigados, para que expliquen verbalmente los hechos objeto del proceso, los cargos, las explicaciones y las pruebas relacionadas en el proceso disciplinario, así como cualquier otro aspecto relevante del mismo.

Los investigados podrán solicitar a la sala de decisión que se celebre una audiencia en la que puedan exponer su versión sobre los hechos del proceso. En este caso, la sala de decisión podrá citar al Presidente de AMV o a uno de sus funcionarios para que concurra a la respectiva audiencia. El Presidente de AMV podrá delegar la asistencia a la respectiva audiencia en cualquiera de sus funcionarios.

Igualmente, el Presidente de AMV o los funcionarios delegados por éste podrán solicitar a la sala de decisión que se celebre una audiencia para exponer los hechos, los cargos, las explicaciones y las pruebas relacionadas con el proceso disciplinario, así como cualquier otro aspecto relevante del

mismo.

Una vez puesta en conocimiento de la sala de decisión la respectiva investigación disciplinaria, ésta, si lo considera pertinente, podrá solicitar al Presidente de AMV que se amplíe la investigación respecto de alguno o algunos de los hechos que no fueron apreciados en la investigación inicial.

Esta decisión la notificará el secretario del Tribunal Disciplinario al Presidente de AMV. Cuando la sala de decisión considere que deben aportarse otras pruebas sobre los hechos investigados o precisarse algún aspecto relacionado con el proceso disciplinario podrá devolverlo al Presidente para que éste realice tales actividades.

La sala de decisión tendrá un término de tres (3) meses para decidir el asunto, contado a partir de la fecha en que la secretaría del Tribunal disciplinario haya recibido el pliego de cargos elaborado por el Presidente de AMV o por el Director de Asuntos Legales y Disciplinarios.

Durante esta etapa del proceso disciplinario y hasta antes de que se produzca la decisión por parte de la sala de decisión correspondiente, el Presidente de AMV, el Director de Asuntos Legales y Disciplinarios o los investigados podrán aportar pruebas al proceso, siempre que las mismas sean conducentes, pertinentes y útiles para efectos de la decisión. De las pruebas aportadas por una parte durante esta etapa, el secretario del Tribunal Disciplinario dará traslado a la otra parte por un término de cinco (5) días hábiles, para que se pronuncie sobre las mismas.

En el evento en que la sala de decisión del Tribunal Disciplinario ordene al Presidente de AMV ampliar la investigación respecto de alguno o algunos de los hechos que no fueron apreciados en la investigación inicial o solicite que se rindan formalmente nuevas explicaciones, el secretario de Tribunal notificará esta decisión al Presidente de AMV y el término a que se refiere el presente artículo volverá a contarse a partir de la fecha en que la secretaría del Tribunal haya recibido el nuevo pliego de cargos elaborado por el Presidente de AMV o el Director de Asuntos Legales y Disciplinarios. En este último caso será una sala de decisión distinta, quien conozca del respectivo caso una vez surtido el

procedimiento respectivo.

La resolución que contenga las decisiones y que se notifique al sujeto pasivo no podrá contener salvamentos de voto o aclaraciones del mismo y deberá firmarse por la persona designada como Presidente de la Sala y por el Secretario del Tribunal.

- Terminación Anticipada del Proceso Disciplinario

Por otra parte, el artículo 24 del Decreto 1565 de 2006 consagra que los reglamentos de los organismos autorreguladores deben contemplar los mecanismos que permitan la resolución anticipada del procedimiento.

De conformidad con el Reglamento el Acuerdo de Terminación Anticipada no es una instancia del proceso disciplinario y las sanciones impuestas mediante este acuerdo tienen, para todos los efectos legales y reglamentarios, el carácter de sanción disciplinaria.

Al respecto, el Reglamento del AMV consagra que a partir del momento en que el investigado rinda las explicaciones y hasta antes de que se produzca el fallo de la sala de decisión correspondiente, el investigado y el Presidente de AMV o Director de Asuntos Disciplinarios podrán acordar la sanción respectiva por los hechos e infracciones investigados, para lo cual deberá tenerse en cuenta la gravedad de los mismos, los perjuicios causados con la infracción, y los pronunciamientos del Tribunal Disciplinario respecto de hechos similares, así como los antecedentes del investigado, la fecha de solicitud del acuerdo de terminación y la colaboración del investigado para la terminación anticipada del proceso, la cual se tendrá en cuenta como atenuante de la sanción que podría corresponder por los hechos objeto del acuerdo.

Asimismo, el Reglamento del AMV consagra el siguiente procedimiento para efectos de la celebración del acuerdo de terminación:

- El investigado solicitará por escrito la terminación anticipada del proceso ante el Presidente de AMV. Cuando la solicitud se efectúe durante la etapa de decisión y se dirija al Tribunal Disciplinario, el secretario dará traslado de

la misma al Presidente de AMV. La reiteración en la realización de una conducta no podrá ser objeto de un acuerdo de terminación anticipada.

- Dentro de los treinta (30) días hábiles siguientes a la radicación de la solicitud del investigado, el Presidente o el Director de Asuntos Legales y Disciplinarios evaluará si es posible llegar a un acuerdo.
- El Presidente tendrá competencia para suscribir directamente el acuerdo en el caso de que la solicitud respectiva haya sido presentada en la etapa de investigación, y éste incorpore sanciones sobre conductas objetivas determinadas en la normatividad aplicable o sanciones de amonestación, o multa de máximo cincuenta (50) salarios mínimos legales mensuales vigentes en el caso de personas naturales y de cien (100) salarios mínimos legales mensuales vigentes en el caso de personas jurídicas. Las anteriores sanciones deberán comprender la totalidad de los hechos objeto de la investigación. Las multas máximas a que se hace mención serán las que correspondan antes del otorgamiento de cualquier descuento aplicable. Los acuerdos así suscritos deberán contener la indicación clara y sustentada de los hechos, de las infracciones, así como también de la sanción acordada y deberán remitirse al Tribunal Disciplinario para su información dentro del mes siguiente a la firma del respectivo acuerdo.
- En el evento que el Presidente de AMV o Director de Asuntos Legales y Disciplinarios determine que es procedente la terminación anticipada del proceso, pero no pueda suscribir directamente el acuerdo por no cumplirse los requisitos referidos en el numeral anterior, deberá enviar al secretario del Tribunal Disciplinario un proyecto de acuerdo suscrito por el investigado, el cual debe contener la indicación clara y sustentada de los hechos, de las infracciones, así como también de la sanción acordada, para que éste lo ponga en conocimiento de la sala de decisión respectiva, la cual lo estudiará en un término de dos (2) meses y si lo considera del caso, lo aprobará.
- El vencimiento del término sin haberse determinado si es posible llegar a un acuerdo, en el primer caso, o sin haberse aprobado o improbadado el acuerdo, en el segundo caso, no afecta la validez del procedimiento y no

exime ni excusa al Presidente de AMV o a la sala de decisión, según corresponda, del deber de decidir.

- En caso de requerirse que el proyecto de acuerdo sea aprobado por el Tribunal Disciplinario, el mismo será suscrito por el Presidente de AMV una vez dicha aprobación se efectúe.
 - Si la respectiva sala de decisión no aprueba ni niega el acuerdo pero formula observaciones al mismo para que se realicen ajustes menores, el secretario del Tribunal Disciplinario comunicará este hecho al Presidente de AMV y al investigado quienes podrán decidir si efectúan las modificaciones pertinentes. Transcurridos quince (15) días hábiles desde la notificación de la decisión del Tribunal sin que se haya entregado el acuerdo corregido, el mismo se entenderá negado por el citado órgano. Si durante el periodo de tiempo mencionado anteriormente se realizan las modificaciones indicadas, se entenderá aprobado el acuerdo sin necesidad de someterlo a consideración nuevamente al Tribunal Disciplinario. En este último caso, se tomará por fecha de aprobación aquella en la que se suscriba por las partes el acuerdo debidamente corregido.
 - La sala de decisión que, en cualquier evento, no apruebe un proyecto de acuerdo, comunicará a través del secretario este hecho, con una motivación de carácter general al respecto, para que el Presidente de AMV o la sala de decisión, según sea el caso, continúen con el proceso. En caso de que un proyecto de Acuerdo de Terminación Anticipada no sea aprobado por la sala de decisión, o por la sala de revisión en el evento en que se interponga recurso de apelación ante ésta, el documento que lo contiene no podrá ser utilizado como prueba dentro del proceso disciplinario. De la misma manera, el conocer un proyecto de terminación anticipada no será causal de impedimento o recusación respecto de los miembros de la sala de decisión o de la sala de revisión, ni implicará prejuzgamiento.
 - De los acuerdos debidamente suscritos por el Presidente de AMV se enviará copia a la Superintendencia Financiera de Colombia.
- Terminación Administrativa del Proceso Disciplinario.

De conformidad con el Reglamento el AMV el proceso disciplinario se podrá dar por terminado, antes de que el Tribunal haya decidido, si se advierte que los hechos objeto de investigación lo son también por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia o cuando se decida dar traslado de la investigación a dicha Superintendencia.

Cuando el proceso se encuentre en etapa de investigación, corresponderá al Presidente o al Director de Asuntos Legales y Disciplinarios, tomar la respectiva decisión. Cuando se encuentre en etapa de decisión, corresponderá al Tribunal Disciplinario, previa solicitud que en tal sentido formulen dichos funcionarios. En uno y otro caso se remitirán las diligencias surtidas por AMV a la Superintendencia Financiera de Colombia y se notificará por escrito de este hecho al investigado.

- Recursos

El artículo 24 del Decreto 1565 de 2006 también consagra la posibilidad de controvertir, mediante los recursos previstos en el respectivo reglamento, las decisiones adoptadas. Es importante tener en cuenta que la Superintendencia Financiera de Colombia no constituye instancia de ningún tipo contra las decisiones del organismo de autorregulación. En tal sentido, la Superintendencia Financiera de Colombia no podrá revisar las decisiones disciplinarias de los organismos de autorregulación, sin perjuicio de la posibilidad de iniciar actuaciones administrativas en relación con los mismos hechos.

Al respecto el Reglamento del AMV señala que los investigados, el Presidente de AMV, o el Director de Asuntos Legales y Disciplinarios, podrán interponer recurso de apelación contra las siguientes decisiones:

- La determinación adoptada por la sala de decisión mediante la cual se decida en primera instancia el proceso disciplinario;
- La determinación adoptada por la sala de decisión mediante la cual se decide no aprobar un acuerdo de terminación anticipada

El recurso de apelación deberá interponerse dentro de los ocho (8) días hábiles siguientes a la notificación de la decisión, mediante escrito presentado ante el Secretario del Tribunal Disciplinario en el cual deberán constar las razones que lo sustenten.

Del recurso de apelación el secretario del Tribunal Disciplinario correrá traslado al Presidente de AMV o al investigado, según fuere del caso, por el término de ocho (8) días hábiles para que, si lo consideran pertinente, se pronuncien por escrito.

Una vez puesto en conocimiento de la sala de revisión el respectivo recurso de apelación, ésta, si lo considera pertinente, podrá citar al Presidente de AMV o a los investigados, para que expliquen verbalmente los hechos objeto del proceso.

Los investigados podrán solicitar a la sala de revisión que se celebre una audiencia en la que puedan exponer su versión sobre los hechos del proceso. En este caso, la sala de revisión podrá citar al Presidente de AMV para que concurra a la respectiva audiencia.

Igualmente, el Presidente de AMV o los funcionarios delegados por éste podrán solicitar a la sala de revisión que se celebre una audiencia para exponer los hechos, los cargos, las explicaciones y las pruebas relacionadas con el proceso disciplinario, así como cualquier otro aspecto relevante del mismo.

Los recursos de apelación serán resueltos por la sala de revisión del Tribunal Disciplinario, dentro de un término de dos (2) meses, contado a partir de la interposición del recurso de apelación, para decidir sobre éste.

La sala de revisión no podrá proferir una decisión que imponga sanciones a las personas investigadas después de transcurrido más de un (1) año contado a partir de la fecha en que se interponga el recurso previsto en este capítulo. De igual manera, sin perjuicio del principio de reformatio in pejus, la sala de revisión no podrá proferir una decisión incrementando la sanción o imponiendo

sanciones adicionales después de transcurrido más de un (1) año, contado a partir de la fecha en que se interponga el recurso.

Contra la decisión adoptada por la sala de revisión del Tribunal Disciplinario no procederá ningún recurso.

- Publicidad

El artículo 27 del decreto 1565 de 2006 consagra que las decisiones sancionatorias, una vez en firme, y los acuerdos de terminación anticipada, se enviarán a la Superintendencia Financiera de Colombia con destino al Sistema de Información del Mercado de Valores, SIMEV, y deberán publicarse por un medio idóneo que permita su difusión entre los miembros del organismo autorregulador y el público en general. Los organismos de autorregulación establecerán en su reglamento el mecanismo para responder ágil y oportunamente al público las solicitudes de información sobre sanciones disciplinarias que se encuentren en firme y que hayan sido impuestas a sus miembros, así como sobre los acuerdos de terminación anticipada.

Al respecto, el Reglamento del AMV consagra que las decisiones sancionatorias se publicarán en la página web de AMV, o en el medio que haga sus veces, una vez queden en firme. En los casos de expulsión y suspensión se informará de la sanción mediante circular externa dirigida a todos los miembros.

6. ALGUNOS CASOS SANCIONADOS POR LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA

Como se vió anteriormente, mediante el Reglamento del AMV aprobado por la Superintendencia Financiera mediante Resolución 2327 de diciembre 22 de 2006, se establecieron los deberes que deben observar los sujetos de autorregulación, en desarrollo de la actividad de intermediación de valores.

Teniendo en cuenta el poco tiempo de expedición de la Ley 964 de 2005 y que con anterioridad a su vigencia solamente podían actuar como autorreguladores las bolsas de valores, a continuación se analizarán algunos casos prácticos, sancionados por la Cámara Disciplinaria de la Bolsa de Valores de Colombia, con

el fin de hacer más claridad sobre los temas expuestos, específicamente en lo relacionado con los deberes de los sujetos de intermediación del mercado de Valores, toda vez que estas providencias permiten reunir conceptos e interpretaciones que pueden ser aplicados en nuestro actual tema de estudio.

6.1. DEBER DE CONDUCIR LOS NEGOCIOS CON LEALTAD, CLARIDAD, PRECISIÓN, PROBIDAD COMERCIAL.

Mediante la Resolución 26 de 2005 la Bolsa de Valores de Colombia impuso una sanción a una sociedad comisionista de bolsa que utilizó el nombre de su cliente sin su consentimiento y autorización para registrar tanto en el sistema Mercado Electrónico Colombiano MEC⁹⁷ como en su estado de cuenta un número significativo de operaciones de compra y venta de títulos, que el propio inversionista manifestó no conocer, ni mucho menos haber autorizado.

La entidad investigadora consideró que es ineludible e inexcusable el deber de los profesionales expertos del mercado de valores, como son las personas vinculadas a las sociedades comisionistas de bolsa, en calidad de intermediarios de valores, de informar a su cliente la clase de valores en que va a invertir y a rendir cuenta detallada de su gestión.

Asimismo se consideró, para imponer la sanción al incumplimiento a la obligación del comisionista, informar a su cliente sobre la marcha del negocio, y a rendirle cuenta detallada y justificada de la gestión.

⁹⁷ El sistema Mercado Electrónico Colombiano MEC Es un sistema centralizado de operaciones a través del cual las entidades afiliadas pueden efectuar, mediante estaciones de trabajo remotas, las siguientes operaciones en la medida en que se encuentren debidamente habilitadas y reglamentadas por el Administrador: a. Celebrar entre los Afiliados al Sistema las operaciones, contratos y transacciones propias a su régimen legal sobre valores de renta fija inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y en la Bolsa de Valores de Colombia. b. Registrar las operaciones celebradas entre los Afiliados o entre éstos y otras personas no afiliadas al Sistema sobre valores de renta fija inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios. Este sistema reúne un conjunto inmejorable de herramientas que le permiten negociar títulos de Renta Fija inscritos en la Bolsa de Valores de Colombia. <http://www.bvc.com.co>

6.2. DEBER DE BUENA FE

En la Resolución 38 de 2006 se analizó el deber de buena fe a cargo de un administrador de un intermediario del mercado de valores y se estableció que bajo el contexto de lo establecido en el artículo 23 de la Ley 222 de 1995, un modelo de conducta corresponde al conjunto de principios que rigen la actividad en la cual de desempeña determinado sujeto. El deber de buena fe se concreta en la obligación de un administrador de comportarse con lealtad, claridad, precisión, probidad comercial, seriedad y cumplimiento, en el mejor interés de los clientes y la integridad del mercado, así como en el cumplimiento de aquellas reglas de conducta de carácter concreto que propenden por la lealtad y la transparencia del mercado de valores.

De esta manera, se sancionó al investigado ya que su conducta no se sujetó a los parámetros de conducta exigibles a un mandatario profesional, toda vez que la acción consistente en autorizar la realización de operaciones de fondeo⁹⁸ abierto, no obstante registrar las mismas como operaciones definitivas, conllevó que la sociedad comisionista a su cargo no revelara la verdadera situación financiera y como consecuencia de ello, se no sujetó a la exigencia de todo administrador de obrar con buena fe, esto es a su obligación de comportarse con lealtad, claridad, precisión, transparencia y lealtad para con el mercado de valores.

6.3. DEBER DE DILIGENCIA

Mediante la Resolución 17 de 2005 la Bolsa de Valores de Colombia se analizó el deber de diligencia que se atribuye a los administradores en virtud del artículo 23 de la Ley 222 de 1996 y establece que se puede afirmar que la fuente de responsabilidad de los administradores se deriva de su deber u obligación de

⁹⁸ Negocio bursátil sobre un mismo título valor conformado por dos operaciones, por cuenta únicamente de dos clientes, realizadas en forma simultánea de tal manera que el comprador de la primera operación es el vendedor de la segunda operación. Una operación es para pago el mismo día y otra para pago a más de un día. <http://www.bvc.com.co>

administrar la sociedad de acuerdo con los estatutos y la ley aplicable, así como del desarrollo de sus poderes o facultades en orden a realizar los esfuerzos conducentes a la consecución de un objetivo que es el interés social, efecto para el cual debe actuar como un buen hombre de negocios.

Las decisiones de un administrador se deben basar entonces en una particular diligencia, de tal manera que se compromete su responsabilidad cuando voluntariamente actúa u omite actuar, siempre que en virtud de sus acciones u omisiones se derive un nexo causal que conlleve a su responsabilidad personal.

El deber de diligencia comprende, entre otras obligaciones el deber de vigilar el desenvolvimiento de la empresa social, en el sentido de que los administradores, deben estar atentos a tomar las medidas necesarias para anticiparse, razonablemente, de acuerdo con su experiencia, a la ocurrencia de situaciones desfavorables. Dicho deber también demanda del administrador reaccionar de manera diligente, así como mantenerse al corriente de la información que obtiene para el efectivo cumplimiento de su deber de diligencia.

6.4. PROHIBICIÓN DE ACTUAR POR CUENTA PROPIA

En la Resolución 52 de 2006 se analizó el alcance de la prohibición de los administradores de una sociedad comisionista de bolsa de negociar por cuenta propia, directamente o por interpuesta persona, acciones inscritas en bolsa y al respecto se estableció que esta prohibición guarda consonancia con el objetivo de que las actividades en el mercado de valores estén en concordancia con el interés público y de esta forma evitar que aquellas situaciones que puedan afectarlo, con el fin de garantizar la plena transparencia e imparcialidad en la toma de decisiones.

Esta prohibición se traduce en una obligación de no hacer, que impone al respectivo administrador adoptar los mecanismos de orden legal necesarios para asegurar que con su actuación en ningún momento incurrirá en este impedimento, pues, basta que exista un interés directo o indirecto para que se configure la situación objetiva del conflicto de intereses.

Para determinar el alcance de la expresión “negociar por cuenta propia”, es

necesario partir del concepto opuesto, esto es, de la posibilidad de negociar acciones en desarrollo de un contrato de comisión, el cual en virtud de lo consagrado en el artículo 1287 del Código Comercio, consiste en “una especie de mandato por el cual se encomienda a una persona que se dedica profesionalmente a ello, la ejecución de uno o varios negocios, en nombre propio pero por cuenta ajena.”

El desarrollo del contrato de comisión, comprende el cumplimiento de una serie de obligaciones, en virtud de la remisión normativa que dispone el artículo 1308 del Código de comercio, así como de los instructivos que para el efecto ha expedido la Superintendencia de Valores, hoy Superintendencia Financiera. En efecto, la citada autoridad expidió la Circula Externa No 9 de 1988, la cual impone la obligación a la sociedad comisionistas de bolsa de mantener exclusivamente en caja o en bancos las sumas de dinero que hayan recibido de parte de sus clientes o por cuenta de estos. Bajo esta perspectiva, resulta claro que en relación con los recursos recibidos de los clientes, estos deben mantenerse en caja o en bancos de la respectiva sociedad comisionista, a efectos de proceder a la inversión de los mismos, y por lo tanto, resulta extraño que el manejo de los recursos de un cliente, se consignen en la cuenta del administrador de una sociedad comisionista de bolsa, más aun si se tiene en cuenta que existe una relación de parentesco o de consanguinidad.

6.5. CONFLICTO DE INTERESES

En la Resolución 41 de 2006 se analizó este tema y se estableció que para que exista una situación objetiva de conflicto de interés, es necesario que se presenten los siguientes presupuestos fácticos: que una persona, en razón de su actividad, se enfrente a distintas alternativas de conducta con relación a actividades incompatibles; y que ninguno de los citados intereses puede ser objeto de privilegio, en atención a las obligaciones legales y contractuales del respectivo agente.

El respectivo intermediario de valores debe determinar en concreto y conforme a las particularidades circunstanciales de la operación u operaciones que pretenda desarrollar, si con su intervención en las mismas, puede eventualmente

enfrentarse a intereses incompatibles, más aun cuando la situación llevaría a escoger entre: (i) la utilidad propia y la del cliente, (ii) la utilidad de un tercero vinculado al agente y un cliente, (iii) la utilidad del fondo de valores que administra y la de otro cliente (iv) la utilidad de la cuenta propia de la sociedad comisionista y la de otro cliente, (v) la utilidad de una operación y la transparencia del mercado o (vi) la utilidad de un tercero vinculado al respectivo intermediario de valores y los intereses de la sociedad comisionista, entre otras.

De esta manera, el conflicto de interés constituye una sanción de impedimento para la persona que se enfrenta a dicha situación, lo que le impone el deber de abstenerse de actuar, efecto para el cual, previamente, debe establecer si en el desarrollo de determinadas operaciones en el mercado de valores existe contraposición de intereses por la incompatibilidad que se genera entre los mismos, más aun si se tiene en cuenta, que dadas sus obligaciones legales y contractuales debe abstenerse de actuar en calidad de profesional del mercado de valores.

6.6. INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

De conformidad con una investigación adelantada por la Bolsa de Valores de Colombia, se le atribuyó a una sociedad comisionista el uso indebido de información privilegiada en la realización de algunas operaciones sobre las acciones de un inversionista, pues contaba con información que el mercado desconocía, relacionada con el factor de intercambio que se emplearía en la fusión de dos empresas, el elemento determinante en la realización de los correspondientes negocios. Teniendo en cuenta que esta situación la conocía perfectamente el representante legal de la entidad sancionada y que aun así, realizó las operaciones cuestionadas, actuando en una situación de privilegio frente a los demás actores del mercado.

Cuando las normas se refieren a esta prohibición se hace mención a la conducta que refleja alguna de las siguientes situaciones: (i) la información se encuentra sujeta a reserva, (ii) no ha sido dada a conocer al público, existiendo deber para ello; (iii) es de carácter concreto, no ha sido dada a conocer al público y, de haberlo sido, la habría tenido en cuenta un inversionista medianamente diligente y

prudente al negociar los respectivos valores.

6.7. PROHIBICIÓN DE USAR TELÉFONO CELULAR

La Resolución 400 de 1995 consagra la obligación de las sociedades comisionistas de bolsa de contar con mecanismos apropiados, seguros y eficientes que permitan la grabación de las comunicaciones telefónicas que tengan lugar para la realización de operaciones de intermediación de valores, incluyendo las propuestas, celebración y cierre de las mismas, efecto para el cual, se prohíbe a dichos intermediarios de valores utilizar cualquier tipo de teléfono móvil, celular, satelital, radio teléfono, beepers y cualquier otro mecanismo que sirva para el envío de mensajes de voz o de datos, que no permitan su grabación o registro.

Esta obligación propende por la adopción de procedimientos y mecanismos seguros y eficientes que permitan identificar como mínimo la hora de la negociación, la contraparte, los valores objeto de negociación, así como la conservación de la información en forma fidedigna y verificable por un período mínimo de tres años y la identificación del equipo o dispositivo del usuario del mismo de donde proviene el registro o grabación respectiva.

Por medio de la Resolución 36 de 2006 se sancionó a un vinculado a una mesa de dinero toda vez que incurrió en la mencionada prohibición, vulnerando los principios del mercado de valores – transparencia, seguridad y competitividad – los cuales se orientan a velar por el funcionamiento adecuado y seguro de las mesas de negociación de las sociedades comisionistas de bolsa, ya que no se logró la grabación de la conversación que se llevó a cabo por teléfono celular.

6.8. DEBER DE OBSERVAR SANOS USOS Y PRÁCTICAS.

Mediante la Resolución 09 de 2004 la Bolsa de Valores de Colombia analizó las conductas contrarias a los sanos usos y prácticas del mercado de valores.

Al respecto se estableció que las operaciones que no reflejan las reales

intenciones del mercado y obstaculicen la participación de otros agentes, así sea de forma involuntaria, trasgreden las disposiciones que rigen el mercado de valores e, inclusive, tienen la potencialidad de afectar su integridad y los intereses de estos.

La transparencia del mercado se manifiesta, entre otras cosas, a través de la representatividad de sus operaciones, de la búsqueda de un adecuado flujo de información y de la equitativa participación de los agentes que se encuentran en el mismo.

6.9. PROHIBICIÓN DE VINCULAR LABORALMENTE A LOS ADMINISTRADORES DE LAS SOCIEDADES COMISIONISTAS DE BOLSA QUE HAYAN SIDO SANCIONADOS CON CANCELACIÓN DE LA BOLSA O EN EL REGISTRO NACIONAL DE INTERMEDIARIOS.

En la Resolución 04 de 2003 se analizó el tema y se dispuso que la actividad bursátil y en general aquellas relacionadas con el manejo del ahorro del público, han sido calificadas como de interés público y que, por lo tanto están sujetas a reglas especiales, ajenas a otras actividades de los particulares. Estas reglas están en consonancia con los objetivos y criterios de intervención gubernamental fijados por el legislador, entre los cuales sobresalen la necesidad de que el desarrollo de dichas actividades esté acorde con el interés público y que las operaciones de las entidades objeto de la intervención se realice en adecuadas condiciones de seguridad y transparencia.

De esta manera, nada impide que el legislador fije requisitos especiales respecto de las personas que desarrollan la actividad bursátil por cuenta de las sociedades comisionistas de bolsa, impidiendo, tal como lo hace el artículo 8 del Decreto 1172 de 1980, que estas vinculen a quienes hayan sido objeto de ciertas sanciones, sean estas adoptadas por la Superintendencia de Valores o por la Bolsa de Valores.

Es así como es necesario concluir que esta prohibición impide la existencia de vínculos entre las sociedades comisionistas y aquellas personas cuya conducta ha

merecido el máximo castigo por parte de la bolsa o las autoridades de control, con independencia de que la respectiva relación contractual se haya establecido con anterioridad a la sanción de cancelación. Sostener lo contrario, haría prácticamente nugatoria la prohibición, desviándola completamente de los objetivos de la misma.

6.10. DEBER DE ASESORÍA

Mediante el acuerdo de terminación anticipada No. 05 de 2005, se investigaron los siguientes hechos: un promotor comercial, vinculado a una sociedad comisionista de bolsa, incumplió el deber de asesoría, tanto de manera previa como posterior a la orden de venta de bonos yakees, impartida por uno de sus clientes, al no informarle claramente acerca del descuento o precio al que se iba a negociar un valor de su propiedad, tanto al momento de tomar la decisión de inversión como al momento de realizar efectivamente la operación. Asimismo, incumplió la obligación de ejecutar la orden de venta de los mencionados bonos dentro del término establecido, a pesar de haber recibido una orden de venta.

De esta manera ese promotor comercial incurrió en un grado de responsabilidad que de conformidad con la Bolsa de Valores se fundamenta en las siguientes consideraciones:

- (i) La falta u omisión del deber de información se hace manifiesta en tanto que el deber de asesoría se refiere a todos aquellos elementos que un inversionista razonable tendría en cuenta al momento de tomar la decisión de inversión, sin que el funcionario de la firma comisionista pueda asumir el conocimiento de los mismos por parte de su cliente. Era por lo tanto deber de esta funcionario verificar permanentemente el cumplimiento o no de las condiciones relevantes para la operación y de comunicarlas igualmente a su cliente, razón por la cual al omitir dicho deber se configuró la falta por la cual se le formuló el correspondiente pliego de cargos.
- (ii) El registro oportuno de las ordenes impartidas por el inversionista en el libro

de ordenes resulta de vital importancia para el control necesario que debe existir en la recepción, el registro y la ejecución de órdenes, con miras a un adecuado control y manejo de conflictos de interés presentado entre las sociedades comisionistas y sus clientes.

7. CONCLUSIONES

- En un Estado Social de Derecho el ente estatal, con fundamento en los principios que lo orientan y en los derechos de los individuos, debe tener una organización que le permita garantizar un orden político, económico y social justo, con el fin de satisfacer los intereses de la comunidad en general.

De esta manera se puede precisar que, dentro del ordenamiento jurídico colombiano, los principios que orientan el Estado Social de Derecho se configuran como un límite a los derechos económicos a la libre iniciativa privada y la libre competencia, los cuales, no obstante su importancia, deben ser limitados en su ejercicio cuando así lo exija el interés general o el bien común.

- Las facultades de inspección, vigilancia y control del poder público ejecutivo, ejercidas, en virtud del poder de policía administrativa, sobre asuntos de carácter económico, mediante la limitación de derechos y libertades de carácter económico, se configuran como una manifestación del intervencionismo del Estado que tiene como uno de sus fines preservar el orden público económico.
- Constitucionalmente corresponde al poder público ejecutivo, en cabeza del Presidente de la República o de los Superintendentes en los cuales este delegue, ejercer, de acuerdo con la ley, la inspección, vigilancia y control sobre las actividades financieras, bursátiles, aseguradoras y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento o inversión de recursos captados del público y sobre las personas que las realicen.

- La legitimidad de la intervención del Gobierno Nacional en el mercado valores, mediante la expedición de las normas jurídicas, se fundamenta en el carácter de interés público que tiene esta actividad económica que implica la captación de recursos de ahorradores e inversionistas, quienes requieren de una protección especial por parte del Estado. Este carácter de interés se concreta en la inspección y vigilancia de la Superintendencia de Financiera de Colombia.
- Las normas que regulan el mercado de valores en Colombia, sobre todo la recientemente expedida Ley 964 de 2005, acogen los postulados internacionalmente reconocidos de este mercado, como parámetros a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para ejercer la intervención en las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público, incorporando en nuestro ordenamiento los objetivos que debe cumplir la regulación del mercado de valores, los principios para la regulación del mercado de valores que suponen la puesta en práctica de los objetivos y las herramientas necesarias para su efectiva implementación.

Así, en la normatividad aplicable al mercado de valores se han implementado los siguientes objetivos: (i) la protección de los inversionistas, (ii) la garantía de que los mercados son justos, eficientes y transparentes y (iii) la reducción del riesgo sistémico.

Igualmente, las normas que regulan el mercado de valores en Colombia han acogido los principios internacionalmente reconocidos para la regulación, vigilancia y supervisión del Mercado de Valores. Específicamente en lo que tiene que ver con el régimen sancionatorio del mercado de valores, encontramos que el régimen aplicable a este mercado acoge los siguientes principios: (i) extensos poderes de inspección, investigación y supervisión para el regulador del mercado, (ii) amplios poderes para la aplicación de la ley por parte del regulador (iii) garantía de que el regulador hará uso efectivo y creíble de los poderes de inspección, investigación, supervisión, de la aplicación de la ley y de la implantación de un programa efectivo de cumplimiento. Para todos los efectos, el término regulador enunciado anteriormente, equivale a “supervisor” para la legislación colombiana.

Por su parte, la normatividad aplicable al mercado de valores, acogiendo los estándares internacionales, establece los criterios que orientan la actividad regulatoria, de vigilancia y de supervisión del Gobierno Nacional cuando éste ejerza las facultades de intervención, para efectos de garantizar a los participantes del mercado altos estándares de seguridad jurídica y protección contra posibles arbitrariedades o abusos.

- La intervención del Estado en el Mercado de Valores, mediante el ejercicio de funciones de inspección, vigilancia y control, implica para la administración facultades de regulación y de supervisión.

La facultad de regulación, desde su perspectiva jurídica, es la herramienta de intervención del Estado que se pone en marcha a través de la expedición de normas por parte del poder público legislativo y del poder público ejecutivo. Así, en primer lugar, la facultad de regulación la ejerce el Congreso de la República a través de la expedición de normas generales para establecer criterios y objetivos sobre el mercado de valores a los cuales debe sujetarse el Gobierno para el ejercicio de las funciones de inspección y vigilancia. Por su parte el Gobierno Nacional, desarrolla esta potestad mediante la expedición de normas dentro del marco normativo establecido por el legislativo.

La facultad de supervisión, como complemento a facultad de regulación, implica: (i) la implementación de herramientas e instituciones que le permitan verificar el desarrollo del mercado, (ii) la potestad para verificar el cumplimiento de las normas emitidas en virtud de su facultad reguladora, (iii) la potestad para adoptar las medidas preventivas y/o los correctivos pertinentes para evitar la vulneración de las normas emitidas en virtud de su facultad reguladora y (iv) la potestad de sancionar las conductas que se aparten del ordenamiento legal.

- Con la expedición de la Ley 964 de 2005 de una forma ordenada y sistemática, se expidieron normas sustantivas y procedimentales del régimen sancionatorio aplicable al mercado de valores, estableciendo el ámbito de aplicación de estas normas, los principios que orientan la facultad sancionatoria de la Superintendencia Financiera, un listado de conductas y situaciones consideradas infracciones, los tipos de sanciones, los criterios para la

graduación de las sanciones y el procedimiento sancionatorio.

Respecto del ámbito de aplicación se establece que la Superintendencia Financiera tiene la facultad de imponer, a quienes por desobedecimiento a las decisiones de esta entidad o por a violación de las normas que regulen el mercado de valores, y de esta manera incurran en cualquiera de las infracciones previstas en la ley, las sanciones que las normas establezcan.

Las normas sancionatorias en el mercado de valores, sustanciales y procesales, deben dar cumplimiento a los principios generales a que se refiere el artículo 29 de la Constitución Política de Colombia el cual establece el derecho al debido proceso en toda clase de actuaciones administrativas. Asimismo se establecen principios especiales, a los cuales debe regirse la Superintendencia Financiera al ejercer su facultad sancionatoria administrativa: (i) principio de proporcionalidad, (ii) principio disuasorio de la sanción, (iii) principio de revelación dirigida y (iv) principio de contradicción.

Antes de la expedición de la Ley 964 de 2005 no se encontraban tipificadas, como tales, las conductas y situaciones consideradas infracciones en contra del mercado de valores. Actualmente, esta tipificación, mediante normas de derecho publico, las cuales tienen como objetivo asegurar la eficiencia de este mercado, facilitan el correcto ejercicio de la facultad sancionatoria que compete a la Superintendencia Financiera.

La eficacia de las normas del mercado de valores depende de la existencia de sanciones a las infracciones, las cuales garantizan su cumplimiento. Actualmente, en el Mercado de Valores se establece un régimen de sanciones común a todos los sujetos sometidos a la facultad sancionatoria de la Superintendencia Financiera: (i) Amonestaciones, (ii) Multas, (iii) Suspensión, (iv) Inhabilitación, (v) Remoción o (vi) Cancelación.

- La autorregulación en el mercado de valores se fundamenta en la adopción y aplicación de normas de conducta de quienes actúan en el mercado, con el fin de preservar los buenos usos de sus participantes, propender por el cumplimiento de sus compromisos, profesionalizar el mercado y la actividad de

los intermediarios y velar por el cumplimiento y efectividad de la regulación.

Teniendo en cuenta que los organismos autorreguladores son un complemento importante para el regulador, la normatividad del mercado de valores en Colombia ha acogido los principios y los criterios internacionalmente aceptados para la implementación y el ejercicio de esta actividad.

- Con la expedición de la Ley 964 de 2005 y el Decreto 1565 de 2006 la autorregulación se catalogó como una de las actividades que conforman el mercado de valores, la cual se desarrolla, con sujeción a las normas del mercado de valores, mediante la adopción de un cuerpo de normas contenidos en reglamentos, previamente autorizados por la Superintendencia Financiera, son de obligatorio cumplimiento y se presumen conocidos por quienes se encuentren a él sometidos a los mismos.
- La Ley 964 de 2005 establece la posibilidad de la coexistencia de varios organismos autorreguladores, y determina quienes pueden actuar como organismos autorreguladores: (i) Organizaciones constituidas exclusivamente para tal fin, (ii) Organizaciones gremiales o profesionales, (iii) Las bolsas de Valores, (iv) Las bolsas de productos agropecuarios, agroindustriales o de otros commodities y (v) Sociedades administradoras de sistemas de negociación. Sin embargo en la actualidad, dentro del mercado de valores colombiano, existe un solo ente autorregulador que ejerce las funciones normativa, de supervisión y disciplinaria, sobre todos los sujetos obligados a autorregularse, es decir, sobre todos aquellos que realicen actividades de intermediación de valores
- Las entidades autorizadas para actuar como autorreguladores deben cumplir alguna de las siguientes funciones: (i) Función Normativa, (ii) Función de Supervisión y (iii) Función Disciplinaria.

La función normativa consiste en la adopción de normas para asegurar el correcto funcionamiento de la actividad de intermediación, la función de supervisión implica la verificación del cumplimiento de las normas del mercado de valores y de los reglamentos de autorregulación y la función disciplinaria permite la imposición de sanciones por el incumplimiento de las normas del

mercado de valores y de los reglamentos de autorregulación.

- En ejercicio de la función disciplinaria, los organismos autorreguladores deben instituir reglas y procedimientos con el fin de sancionar el incumplimiento de las normas del mercado de valores y los reglamentos de autorregulación, siempre de conformidad con los principios de proporcionalidad, revelación dirigida, contradicción, efecto disuasorio, oportunidad, economía y celeridad, respetando en todo momento el debido proceso y el derecho de defensa del investigado.
- El proceso sancionatorio, desarrollado en ejercicio de la función disciplinaria, en el régimen de autorregulación, tiene como finalidad determinar la responsabilidad por el incumplimiento de la normatividad aplicable al mercado de valores, para establecer las medidas preventivas a que haya lugar con el fin evitar que se produzca o se continúe produciendo un perjuicio, así como asegurar la eficacia del proceso disciplinario o para sancionar al investigado por la efectiva violación al ordenamiento que regula el mercado de valores.
- El procedimiento disciplinario en la autorregulación debe siempre estar soportado por: (i) La conducta que el miembro y/o las personas vinculadas a este desarrollaron, (ii) La norma del mercado de valores o del reglamento del autorregulador que específicamente incumplieron y (iii) En caso de que exista, la sanción impuesta y la razón de la misma y debe cumplir con diferentes etapas las cuales garantizan el debido proceso del sujeto pasivo. Estas etapas son: (i) Indagación Preliminar, (ii) Etapa de Investigación y (iii) Etapa de Juzgamiento.

La imposición de las sanciones a que haya lugar dentro del proceso disciplinario deberá tener en cuenta, principalmente, la gravedad de los hechos y de la infracción, los perjuicios causados con la misma y los antecedentes del investigado, las cuales pueden ser (i) expulsión, (ii) suspensión, (iii) limitación de actividades, funciones y operaciones, (iv) multas, (v) censuras, (vi) amonestaciones y cualquier otras que el organismo autorregulador considere conveniente, siempre de acuerdo con el ordenamiento jurídico.

8. BIBLIOGRAFÍA

- Alfonso Miranda Londoño y Carlos Pablo Márquez Escobar. Intervención Pública, Regulación Administrativa y Económica: Elementos para la Definición de los Objetivos de la Regulación. Revista Universitas. Pontificia Universidad Javeriana. Bogotá 2004.
- Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia AMV – Dirección Jurídica y Disciplinaria y Bolsa de Valores de Colombia – Área de Supervisión. Doctrina de la Autorregulación del Mercado de Valores en Colombia 2001 – 2006. Cargraphics S.A.. Bogotá 2007.
- Constitución Política de Colombia.
- Exposición de Motivos de la Ley 964 de 2005.
- Fernando Zunzunegui. Derecho del Mercado Financiero. Tercera Edición. Ediciones Jurídicas y Sociales Marcial Pons. Madrid 2006.
- Jorge Enrique Ibáñez Najar. La Inspección, Vigilancia y Control como Expresión de la Función de Policía Administrativa y la Vigilancia y Control de la Gestión Fiscal de la Administración. Revista Universitas No. 103. Pontificia Universidad Javeriana. Bogotá 2002.
- Jorge Enrique Ibáñez Najar. El Tratamiento Constitucional de la Actividad Financiera. Temas de Derecho financiero Contemporáneo. Universidad del Rosario. Bogotá 2006.
- Libardo Rodríguez R. Derecho Administrativo General y Colombiano. Décima Edición. Temis. Bogotá 1998.
- Luis Fernando López Roca. Ley de Mercado de Valores. Publicado en <http://www.uexternado.edu.co>
- Luis Humberto Ustáriz González. La Intervención del estado en el Sector Financiero, Asegurador y Bursátil. Revista Universitas No. 97. Pontificia Universidad Javeriana. Bogotá 1999
- Mauricio Rosillo Rojas. Arreglos Institucionales para la Regulación y Supervisión Financiera: La Integración de la Supervisión Financiera en Colombia”. Revista de Derecho Privado de la Universidad de Los Andes. Bogotá 2004.
- Nestor Humberto Martínez Neira. Intervención del Estado en el Mercado Público de Valores. Temis. Bogotá. 1986.
- Paul A. Samuelson y William D. Nordhaus. Economía. Mac Graw – Hill. España 1996.
- Jeannette Forigua Rojas. Algunos Aspectos del Régimen Sancionatorio de la

Nueva Ley del Mercado de Valores. Temas de Derecho Financiero Contemporáneo. Universidad del Rosario. Bogotá 2006.

- Rafael Arturo Acosta Chacón. Una Aproximación a la Protección del Inversor en el Mercado de Valores. Temas de Derecho Financiero Contemporáneo. Universidad del Rosario. Bogotá 2006.
- Superintendencia de Valores. República de Colombia. Ministerio de Hacienda y Crédito Público. El Mercado Público de Valores, su gran oportunidad. Tercera Edición. 1997.
- Corte Constitucional. Sentencia T-406, junio 5 de 1992. Magistrado Ponente: Ciro Angarita Barón. Expediente T-778.
- Corte Constitucional. Sentencia T- 426, junio 24 de 1992. Magistrado Ponente: Eduardo Cifuentes Muñoz. Expediente T-824.
- Corte Constitucional. Sentencia C-499, julio 9 de 1992. Magistrado Ponente: Alejandro Martínez Caballero. Expediente D-033.
- Corte Constitucional. Sentencia C-214 de abril 28 de 1994. Magistrado Ponente: Antonio Barrera Carbonel. Expediente D-394.
- Corte Constitucional. Sentencia C-265, junio 2 de 1994. Magistrado Ponente: Alejandro Martínez Caballero. Expediente D-464.
- Corte Constitucional. Sentencia C-397 de septiembre 7 de 1995. Magistrado Ponente: José Gregorio Hernández. Expediente D-840
- Corte Constitucional. Sentencia SU 166 de marzo 17 de 1996. Magistrado Ponente: Alejandro Martínez Caballero. Expediente T-155.044
- Corte Constitucional. Sentencia C-597 de noviembre 6 de 1996. Magistrado Ponente: Alejandro Martínez Caballero. Expediente D-1229.
- Corte Constitucional. Sentencia SU-57 de marzo 10 de 1999. Magistrado Ponente: Alejandro Martínez Caballero. Expedientes T-153.327 y T-152.413 (acumulados)
- Corte Constitucional. Sentencia C-955 de julio 26 de 2000. Magistrado Ponente: José Gregorio Hernández Galindo. Expediente D-2823.
- Corte Constitucional. Sentencia C-123 de febrero 18 de 2003. Magistrado Ponente: Eduardo Montealegre Lynett. Expediente D-4189
- Corte Constitucional. Sentencia C-406 de mayo 4 de 2004. Magistrada Ponente: Clara Inés Vargas Hernández. Expediente D-4874.
- Corte Constitucional. Sentencia C-860 de octubre 18 de 2006. Magistrado Ponente: Humberto Antonio Sierra Porto Expediente D-6235. Ver Corte Constitucional. Sentencia C-818 de 2005.

- www.contraloriagen.gov.co
- www.amvcolombia.com
- www.bvc.com.co
- www.iosco.org