

PROYECTO DE INVESTIGACIÓN

EL MERCADO DE VALORES Y CONDUCTAS PENALES

**¿ES NECESARIO AMPLIAR EL MARCO NORMATIVO EN MATERIA PENAL
CON RELACIÓN AL MERCADO DE VALORES?**

DAVID ÁLVAREZ SANCLEMENTE

**UNIVERSIDAD SANTO TOMÁS
- BOGOTÁ D.C.-**

1. El injusto del delito de manipulación;

A nivel internacional, en países europeos, normativas vigentes como la directiva 2014/57 del Parlamento Europeo y el Consejo, buscan que se proteja al comercio y principalmente al mercado, de un abuso referente al inadecuado uso de datos e información en la bolsa de valores, la cual puede divulgarse o usarse de manera ilícita conllevando a una manipulación en los mercados. Con motivo de esto, el marco legal europeo ha optado por la puesta en marcha de sanciones de carácter social, sin embargo, estas requieren ser abordadas con mayor severidad a la hora de realmente dar un castigo ejemplar.

Los casos de manipulación han llevado a la identificación de las principales consideraciones para entenderlas como injusto (Doval Pais, 2020):

- Delito de alteración de precios
- Malversación de mercado
- Inadecuado manejo de la información
- Indebido manejo de la identidad y datos de las personas.

El motivo principal por el cual ha sido necesario generar normas especiales, es por la impunidad de los actos, por la cuestión generada por una falta de un sólido derecho penal y la falta de condenas ejemplares en los casos presentados dentro del injusto del delito de manipulación, donde ya en Colombia se ha visto cometido este delito (caso Interbolsa, 2012) generando un descalabro financiero para la economía de los países. Esto conlleva a la necesidad de buscar una sanción por parte de diferentes ramas del derecho (administrativa y penal) en la que se aborde el problema, y al ser considerado un delito por un buen número de países de la comunidad internacional, Colombia deba contar con una normativa específica que aborde la situación la cual va más allá del propio delito.

En Colombia, estos delitos financieros (artículos 314 al 317 del Código Penal) los cuales tienen fines constitucionales, basados en estadísticas de procesos y condenas, el porcentaje de impunidad es bastante alto. De acuerdo con el portal de

la Fiscalía General de la Nación, en la sección de estadística de noticias por delito registrados desde el 2010 al 2020, se identifica lo siguiente:

- Por el delito de manipulación de especies inscritas en el mercado de valores, se hallan 31 noticias criminales, 14 están activas y 10 de ellas apenas en indagación, y sólo 6 condenas.
- Por operaciones no autorizadas con accionistas, 42 noticias criminales, de ellas 12 activas, 11 en indagación y 1 en etapa de juicio; 3 condenas.
- Por el delito de utilización indebida de fondos captados del público, 39 casos abiertos, de ellos 16 activos y 14 en indagación sin ninguna condena.
- Por el delito de captación masiva y habitual de dinero, hay 1693 casos abiertos y solo 30 condenas. (Fiscalía, 2023)

1.1. Tipicidad

Dentro de la teoría de la tipicidad, esta se define como una de las principales características del delito en el que se realiza la descripción legal de carácter normativo que va a constituir la tipicidad, permitiendo catalogar en la ley una acción como delito.

La noción de tipicidad ha tenido una evolución histórica la cual se puede decir surge en primera instancia, a raíz de la aceptación del principio de legalidad de los delitos y las penas amarradas a ellos; el creador de esto sería el alemán Ernst von Beling, quien propuso que no hay delito sin tipicidad. Posteriormente, a M. E. Mayer se le atribuye el descubrir los elementos normativos del tipo “Se trata de elementos típicos que tiene un carácter valorativo, pues una percepción sensorial no es suficiente para constatar su existencia, sino que resulta necesario realizar un juicio de valor para poder determinarlos. Así, por ejemplo, la sola percepción sensorial de un bien no permite saber si es “ajeno”, tal como lo exige el tipo penal del delito de hurto. La ajenidad del bien mueble constituye, pues, un elemento del tipo que requiere de una valoración conforme a los criterios jurídicos establecidos en la legislación civil para determinar si la cosa percibida pertenece a alguien o no.” (García, 2019, p. 389). Luego, fue Erick Wolf quien conceptuó que elementos que

eran considerados como descriptivos se convertían en elementos normativos. “el elemento típico en el delito de falsificación de documento requiere de un proceso de valoración jurídica que permita determinar si lo preservado en un soporte material es un documento o no para el Derecho Penal.” (García, 2019, p. 390). Fue entonces a partir de dichas nociones que, la tipicidad inició a entenderse como una categoría normativa por cuanto que era necesario hacer una valoración jurídico penal para determinar si una conducta específica era típica o no.

En sentido de lo anterior, inicialmente se puede concluir que el carácter descriptivo que originariamente se le había otorgado a la tipicidad, ya no es la posición que prevalece en los planteamientos dogmáticos con relación al delito; la tipicidad no queda limitada a describir de una forma general un evento o suceso externo, sino que lo que hace es proporcionar los elementos de juicio para ejecutar una adscripción en un nivel de análisis general. (García, 2019, p. 391).

En el ámbito local colombiano, el doctor Alfonso Reyes Echandía define “(...) la tipicidad es el estudio de los tipos penales; el tipo, ha de entenderse como la abstracta descripción que el legislador hace de una conducta humana reprochable y punible. La abstracción se refiere al contenido general y amplio de la conducta normada para que dentro de su marco quepa el singular y concreto comportamiento; la connotación descriptiva puntualiza el carácter preferentemente objetivo del tipo, y dicese preferentemente, porque algunas veces aparecen en él referencias normativas y subjetivas (...)” (Reyes, 2000, p. 96).

La tipicidad cumple una triple función, a ser, garantizadora, fundamentadora y sistematizadora. (Reyes, 2000) afirma que el tipo es una garantía jurídica, política y social de la libertad y seguridad, puesto que evitan que alguien sufra un menoscabo de sus derechos sin un sustento legal ya existente.

Como función fundamentadora, una conducta no puede ser calificada como ilícita mientras que previamente no haya sido descrita y conminada con sanción penal; el hecho punible debe ser descrito por el legislador de manera inequívoca. De igual manera, en virtud de los tipos penales, se pueden diferenciar conductas delictivas unas de otras, esto, por elementos como los sujetos, objetos o conducta; ahora, como función sistematizadora, la tipicidad es de utilidad para crear la conexión entre

la parte general y la especial del derecho penal; establecer el conjunto de elementos que permiten saber cuál delito típicamente se está tratando.

En los aspectos de la tipicidad, se encuentran el tipo penal objetivo y el tipo penal subjetivo, en donde según el profesor García Caveró, la tipicidad objetiva se encarga de determinar fundamentalmente la incidencia social de la conducta en términos de infracción de un rol jurídicamente atribuido, mientras que la tipicidad subjetiva está referida a la vinculación subjetiva del autor con la infracción del rol bajo la forma de dolo o culpa” (García, 2019, p. 406). Es necesario precisar que estos dos elementos no son autónomos; ambos tipos están mutuamente condicionados por cuanto que el tipo objetivo es el objeto del segundo y el tipo subjetivo define la relevancia típica del tipo objetivo y de esa manera, solo ambos tienen sentido completo cuando se contemplan como un todo.

En los tipos del Código Penal encontramos elementos que conforman su estructura; sujetos (activo y pasivo), conducta y objeto. “Como quiera que toda conducta humana es realizada por una persona respecto de otra y todo tipo legal describe un comportamiento, tiénese la presencia de dos sujetos, el que actúa y aquel en relación con el cual la conducta produce un determinado efecto jurídico; el primero se llama sujeto activo y el segundo sujeto pasivo.” (Reyes, 2000, p. 98).

El sujeto pasivo, “es el titular de la realidad material o inmaterial que representa el bien jurídico, mientras que procesalmente le corresponde la calidad de víctima del delito.” (García, 2019, p. 410). Dicha conducta típica puede que afecte a un solo sujeto pasivo o a un número indeterminado.

En cuanto a la conducta, este es el principal elemento objetivo del tipo penal. Esta se encuentra en el tipo penal, es el verbo que marca el comportamiento, sea una acción o una omisión que, de realizarse de cierto modo, se acomoda a lo descrito en algún tipo penal.

Toda vez que la conducta típica es una frase, una oración, todo gira en torno a lo que es el “verbo rector”. El verbo rector es el eje central del tipo, así que, la

interpretación que haga el judicial de las leyes penales, es la interpretación de los verbos que configuran conductas ilícitas.

El verbo rector se tiene que diferenciar de otros verbos usados para describir una conducta y cuya función es meramente accesoria, de esta manera, solamente hay un verbo rector por cada tipo penal.

De igual manera, inmerso en el elemento de la conducta se encuentra lo que el doctor Reyes Echandía llama el modelo descriptivo y hace referencia como "(...) ese aspecto objetivo-formal que constituye la parte más destacada de la conducta en él plasmada; es el ocasionar la muerte de otro en el homicidio, el prender fuego a cosa mueble o inmueble en el incendio, el constreñir a alguien a dar o prometer dinero o cualquier otra utilidad, en la concusión. La descripción puede versar sobre conducta positiva o negativa, vale decir, sobre una acción o sobre una omisión (...)" (Reyes, 2000, p. 106). En ese sentido, la conducta típica debe integrarse por dos elementos necesarios de todo comportamiento, la parte objetiva y la parte subjetiva. En la parte objetiva se cubre lo externo a la conducta, es decir, se demanda un efecto separado de la conducta y consecuente a ella. Mientras que, en la parte subjetiva, está la voluntad como el dolo o la imprudencia.

Como último elemento de tipicidad, se tiene el objeto, el objeto jurídico y el objeto material. El objeto jurídico es lo que se busca tutelar o proteger mediante los tipos penales y que es vulnerado cuando cierta conducta se ajusta a lo establecido. A su vez, el objeto material es aquello sobre lo que recae la vulneración del interés jurídico que se busca proteger a través de los tipos penales. Conforme a ello, se desprenden tres especies, el objeto material personal, real y fenomenológico. Brevemente, el objeto material personal se entiende como toda persona física o moral a la cual se dirige el comportamiento típicamente establecido y sobre quien se ejecuta la violación.

El objeto material real es la cosa sobre la cual se concreta la vulneración del interés jurídico protegido y a la que se orienta la conducta del agente. En este aspecto, la palabra cosa debe entenderse como cualquier parte del mundo externo.

El objeto material fenomenológico es el fenómeno jurídico, natural o social sobre el cual se concreta la violación y al que se refiere la acción u omisión del sujeto activo. (Reyes, 2000, 110).

Arriba, se han descrito los elementos del tipo penal, estos elementos sirven para describir de manera objetiva el modelo de comportamiento que desea imputar, sin embargo, es imposible abarcar en esquemas objetivo-formales todas las conductas humanas y por ello, es necesario algunas veces cualificarlas mediante el empleo de expresiones cuya interpretación requiere de juicios de valor; cuando se presentan estos casos se considera que el tipo penal contiene elementos normativos. Estos, no son elementos del tipo sino expresiones que sirven para catalogar al sujeto activo, pasivo, objeto material o determinar el alcance de una conducta. Un ejemplo de esto puede ser el delito de violación de domicilio, en éste, tiene que incluirse el término *arbitrariamente* en habitación ajena. Este concepto es lo que permite diferenciar entre el ordinario ingreso a domicilio ajeno del ingreso abusivo que se penaliza. (Reyes, 2000, 110).

Por medio de la Ley 599 del 2000, en Colombia se expidió el Código Penal y en este se presentaron nuevas conductas típicas como es la del artículo 317, la manipulación de especies inscritas en el registro nacional de valores y emisores. El mencionado tipo penal está ubicado en el Título X del Código Penal, en los delitos contra el orden económico y dentro de éste, en el Capítulo II de los delitos contra el sistema financiero, así pues, se deduce que el bien jurídico protegido es el orden económico.

De acuerdo con la Corte Constitucional, el orden económico es “el sistema de organización y planificación de la economía instituida en un país (...) que se consolida sobre la base de un equilibrio entre la economía libre y de mercado, en la que participan activamente los sectores público, privado y externo, y la intervención estatal que busca mantener el orden y garantizar la equidad en las relaciones económicas, evitando los abusos y arbitrariedades que se puedan presentar en

perjuicio de la comunidad, particularmente, de los sectores más débiles de la población” (Corte Constitucional, C-083 de 1999); en conexión con ese concepto, el artículo 335 de la Constitución Política determina que las actividades financiera y bursátil son de interés público y esto, permite a la Nación a intervenir en dichas actividades.

Una de las maneras que tiene el Estado colombiano para intervenir es por medio del derecho penal económico el cual doctrinalmente se define como las normas jurídico-penales que custodian directamente el orden económico social (Fernández, 1978) y con el fin de que la nación conserve el orden legal de la economía.

En orden a que el tipo penal en cuestión está ubicado en el capítulo de los delitos contra el sistema financiero, lo podemos entender como “uno de los componentes sociales que tiene como función primordial “intermediar” entre la demanda y la oferta de recursos y capitales” (Barreto, 2019). Desarrollando tal idea, es un conjunto de instituciones y mercados diseñados para canalizar el ahorro generado por los prestamistas hacia los prestatarios, y de la misma forma facilitar y dar seguridad a los flujos de dinero y sistemas de pago. (Calvo, 2008).

Conforme lo anterior, los tipos que se encuentran en el capítulo, buscan regular los comportamientos que de alguna manera causan deterioro al orden económico y social (Barreto, 2019) porque el sistema financiero busca facilitar el ahorro, captar ahorros y convertirlos en inversiones.

El referido tipo penal se concibió con miras a preservar el patrimonio de los inversionistas que pueden ser tanto públicos como privados y, el buen andar del mercado bursátil remitiéndonos a un espíritu de integridad y leal conducta en el intercambio de inversiones (Ciceri, 2011). A su vez, el tipo penal busca prevenir la especulación comercial sea comprendida como una serie de actividades financieras cuya finalidad es obtener un provecho económico como consecuencia de las fluctuaciones en los precios así como busca condenar la conducta de aquellas partes que realizan actividades que pretenden mostrar una liquidez superior de

acciones o valores en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y, esto, permite concluir que el sujeto activo del tipo penal es indeterminado (Barreto, 2019).

Así como se establece que el sujeto activo es indeterminado, también es posible concluir que no se necesita del resultado para perfeccionarse el tipo penal, por cuanto que, si se obtiene el resultado, la pena se aumenta hasta la mitad. Esto quiere decir que, se necesita es la modificación del valor del precio de los títulos o valores negociados en el mercado bursátil con el propósito de aparentar una liquidez superior del referido título o valor. De esta conceptualización se deriva que tratamos un tipo penal que es doloso y en el que ocasionalmente se acepta el dolo eventual, que, con la actuación del sujeto implica un riesgo y puede causar otros sin tomar medidas para prevenir el resultado.

Conforme lo anterior, se evalúan los elementos subjetivos fundamentales que se entienden como aquel fin ejecutado por el agente/sujeto y que son exigidos para poder configurarse el tipo:

- Intención de producir mayor liquidez: es mandatorio mencionar que la liquidez es la manifestación del volumen de valores negociados en el mercado, y, esto genera una dificultad por cuanto que cualquier transacción en el mercado de valores afecta la liquidez del título (Ciceri, 2011).
- Realizar jugadas engañosas con el fin de modificar el valor en el mercado.

Esos elementos son ejecutados a través de maniobras que permiten aparentar una liquidez superior de un título o valor en negociación que no corresponden a la condición real en el mercado induciendo en algo falso a quienes invierten (Ciceri, 2011). También están las transacciones ficticias por medio de terceros, conduciendo a la alteración de la cotización de instrumentos por medio de la adquisición y venta de éstos sin variar el precio de este para aparentar un gran movimiento en los títulos de una compañía.

También se encuentra la opción de ejecutar transacciones previamente acordados por medio de órdenes de compra y venta por fuera del mercado con el fin de pretender movimientos comerciales que llevan a incrementar la cotización por concepto de demanda, y, por último, la de comercio circular donde quien compra y vende es el mismo sujeto y esto lleva a un alza manipulada en la cotización (Ciceri, 2011).

Ahora, se procede a analizar el primer elemento subjetivo del tipo penal relacionado con el propósito de generar un aspecto de superior liquidez, ya que este elemento evidencia que el tipo penal tiene inmersas características cuya comprensión requieren de una apreciación que permita cubrir todo su contenido y está en la regulación financiera; estos son la liquidez y la base de la cotización de los bienes.

La liquidez se define como la habilidad para transar grandes cantidades de un activo, de manera rápida, a bajo costo y en el momento que se desee. En el ámbito financiero como medidas para la liquidez se propone el margen entre la oferta y la demanda relacionado con los costos de transacción; la profundidad asociada con la cantidad de activos que se pueden transar en un momento dado a un cierto precio y el impacto en el precio, que mide el cambio en el precio debido a una transacción de un determinado tamaño (Rueda, 2010), específicamente en el mercado de valores es posible medir a través de los volúmenes de transacción que significa cuánto dinero es movido en el activo, o sea, el total de las veces que ha sido comprado y vendido un título en determinado tiempo.

En lo pertinente con el segundo elemento, primero es necesario entender que la acción es un título cuya renta varía y que se le otorga al dueño, un conjunto de derechos los cuales están sujetos a la liquidez del mercado y se mide de acuerdo con el precio del mercado de la acción conforme al costo de su negociación. El precio inicial de negociación de las acciones al inicio de una rueda, corresponde al precio base de transacción el cual es el precio medio ponderado de las acciones negociadas el día previo en el mercado (Larrota, 2007).

1.2. Antijuridicidad

Como planteamiento básico, en palabras de García Caveró, la antijuridicidad da “una situación de contradicción entre la actuación de una persona y lo jurídicamente prescrito. Tal contradicción no se alcanza, en el ámbito penal con la sola tipicidad de la conducta, sino que resulta necesario que ésta alcance un nivel de desaprobación jurídica que permita afirmar su contrariedad con el ordenamiento jurídico penal.” (García, 2019, p. 597).

Franz von Liszt, finalizando el siglo XIX, en la definición de delito incluyó como elemento o característica *contrario a derecho* del acto culpable, y de esta manera se reconoce la antijuridicidad objetiva como una condición para la punibilidad. Para Liszt, una acción es materialmente antijurídica cuando ataca los intereses vitales de los particulares o la colectividad, que son salvaguardados por la norma jurídica. De igual manera, reconoce lo normativo de la antijuridicidad salvando la diferencia entre antijuridicidad formal y antijuridicidad material, incluso el actual Código Penal colombiano mantiene la diferenciación aun siendo un solo concepto en el plano mayor. La antijuridicidad formal entendiéndose como contrariedad entre la acción y el ordenamiento jurídico, el Derecho penal, y, la antijuridicidad material como la lesión o puesta en peligro de los bienes jurídicos objeto de protección penal (Sampedro, 2002). La antijuridicidad material tiene inmersa el analizar lo que tienen referidos hechos como para que el Derecho penal haya decidido desvalorarlos. “En la actualidad se destaca la necesidad de atender también a la peligrosidad de la conducta desde una perspectiva *ex ante*, mientras que se discute el papel tradicional del «desvalor de resultado». Por otra parte, hoy suele incluirse en lo injusto no sólo el aspecto objetivo del hecho, sino también el aspecto subjetivo representado por la finalidad que guía la acción. También esto influye en el «desvalor de la conducta”. (Puig, 2011, p. 150). En nuestro sistema, la antijuridicidad es tanto formal como material, en una sola, esto se evidencia en el art. 11 del Código Penal “Para que una conducta típica sea punible se requiere que lesione o ponga efectivamente en peligro, sin justa causa, el bien jurídicamente tutelado por la ley penal.” Esto lo podemos entender de manera que se necesitan dos elementos para que se configure la antijuridicidad; que aparte de ser opuesta a derecho, lesione o

ponga en peligro lo tutelado. Siendo antijurídicas las conductas por acción u omisión típicas, contrarias al ordenamiento jurídico, que no tienen una causal que las justifique y que pongan efectivamente en peligro o lesionen los bienes jurídicamente tutelados por la ley penal.

La antijuridicidad formal es la conducta realizada y es prohibida por la ley o, se omite una conducta, sin justa causa, y el ordenamiento no autoriza tal omisión; tiene que ir en contra de lo que dicta la norma.

La antijuridicidad material es la conducta que lesiona o pone en peligro el bien jurídico. En ese sentido, para ser determinada la antijuridicidad material de la conducta, es necesario establecer la lesión o puesta en peligro partiendo que no toda lesión o puesta en peligro acarrea una antijuridicidad material. Solamente aquellas que en realidad afectan el bien jurídico de una manera grave y por eso es importante aclarar que no se puede presumir, sino que se parte de que efectivamente sí se incurrió en una afectación. (Sampedro, 2002)

Dice el profesor Santiago Mir Puig (Puig, 2011) que no toda antijuridicidad es antijuridicidad penal. Las infracciones administrativas o el ilícito civil son otras especies de antijuridicidad. En un Estado social y democrático de Derecho la antijuridicidad penal requiere la tipicidad penal (principio de legalidad) y los tipos penales parten en general de la descripción de lesiones o puestas en peligro de bienes jurídico-penales (principio de exclusiva protección de bienes jurídicos), como resultados especialmente graves y/o peligrosos (principio de ultima ratio) que el Derecho penal desea evitar si no concurre un interés prevalente que los justifique. La antijuridicidad penal material parte, en general, de un desvalor de resultado.²⁵ Sin embargo, en aquel modelo de Estado el Derecho penal debe respetar además el principio de culpabilidad (en sentido amplio), por lo que sólo puede intentar legítimamente impedir tales resultados desvalorando y, en su caso, prohibiendo las conductas voluntarias que aparezcan *ex ante* como capaces de producir dichos resultados (desvalor objetivo de la conducta), y según sean imputables a dolo o sólo a imprudencia (desvalor subjetivo de la conducta)²⁶. Este planteamiento, ya

esbozado en la Lección anterior, supone tomas de posición en varios aspectos en que se ha manifestado la evolución expuesta del concepto de antijuridicidad y su relación con la tipicidad.

Conforme lo anterior, bien es sabido que uno de los principios en materia penal es que no se puede juzgar por acto que no es considerado como delito en el momento de cometerse tal acción, y para proteger a los colombianos y el uso de la información, se promulgó la Ley 32 de 1979 que crea la Comisión Nacional de Valores que tenía como objeto estimular, organizar y regular el mercado público de valores¹. Posterior a esto, la Ley 45 de 1990, el art. 75 definió la información privilegiada.² Posterior a promulgarse la referida ley, se emitió la Resolución 1200 de 1995 la cual establece las reglas de conducta que deben ser adoptadas por las sociedades comisionistas de valores en relación con su función de intermediación.³

¹ Ley 32 de 1979. Artículo 1°

² Ley 45 de 1990. Artículo 75 "Información privilegiada. Ninguna persona podrá, directamente o a través de interpuesta persona, realizar una o varias operaciones en el mercado de valores utilizando información privilegiada, so pena de las sanciones de que trata la letra a) del artículo 6o de la Ley 27 de 1990. Incurrirán en la misma sanción las personas que hayan recibido información privilegiada en ejercicio de sus funciones o los intermediarios de valores, cuando aquéllas o éstos realicen alguna de las siguientes conductas: a) Suministren dicha información a un tercero que no tiene derecho a recibirla, o b) En razón de dicha información aconsejen la adquisición o venta de un valor en el mercado. Para estos efectos se entenderá que es privilegiada aquella información de carácter concreto que no ha sido dada a conocer del público y que de haberlo sido la habría tenido en cuenta un inversionista medianamente diligente y prudente al negociar los respectivos valores."

³ "Artículo 1.1.3.1. En desarrollo del capítulo I, del título I, de la parte primera de la presente resolución, las sociedades comisionistas de bolsa y las comisionistas independientes de valores deberán adoptar las siguientes reglas de conducta:

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

b) Guardar reserva, de acuerdo con el numeral 2o del artículo 7o del decreto 1172 de 1980, respecto de las informaciones de carácter confidencial que conozcan en desarrollo de su actividad, entendiendo por tales aquellas que obtienen en virtud de su relación con el cliente, que no está a disposición del público y que el cliente no está obligado a revelar;

c) Obtener, en cada caso, autorización expresa y escrita del cliente para ejecutar órdenes sobre valores emitidos por empresas a las que esté prestando asesoría en el mercado de capitales, excepto cuando dicha asesoría sea propia del contrato de comisión; d) Informar adecuadamente a los clientes previamente a la aceptación del encargo sobre su vinculación, en desarrollo del literal

d) del artículo 2o de la ley 45 de 1990, cuando la orden tenga por objeto títulos emitidos, avalados, aceptados o cuya emisión sea administrada por la matriz, por sus filiales o subsidiarias de ésta, y

e) Abstenerse de:

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

De igual manera, en la misma resolución, el artículo 1.1.1.2 encuentran los principios orientadores para las comisionistas de bolsa como la transparencia, reserva, utilización adecuada de información, lealtad, profesionalismo, adecuación a la ley.⁴

Posteriormente, en el artículo 3.6.1.2 literal e.5. se establece que las casas comisionistas de bolsa, tengan un decálogo de procedimiento y operaciones el cual incorpore elementos que impidan el origen de conflictos de interés. Más recientemente, tenemos la Ley 795 de 2003 la cual trajo la obligación legal dirigida a unos actores, de abstenerse de ejecutar transacciones con acceso a información privilegiada⁵; la Ley 964 del 2005, autoriza al gobierno nacional para intervenir en actividades del mercado de valores y establecer normatividad relacionada al uso indebido de información privilegiada.⁶

El Código Penal Colombiano estableció el delito de utilización indebida de información privilegiada, como delito contra el patrimonio económico y luego fue modificada por el artículo 18 de la Ley 1474 del 2011 el cual establece “El que como empleado, asesor, directivo o miembro de una junta u órgano de administración de cualquier entidad privada, con el fin de obtener provecho para sí o para un tercero, haga uso indebido de información que haya conocido por razón o con ocasión de su cargo o función y que no sea objeto de conocimiento público, incurrirá en pena de prisión de uno (1) a tres (3) años y multa de cinco (5) a cincuenta (50) salarios mínimos legales mensuales vigentes. En la misma pena incurrirá el que utilice

e.2. Suministrar información a un tercero que no tenga derecho a recibirla conforme a las disposiciones citadas;

e.3. Con base en dicha información, aconsejar la adquisición o venta de un valor en el mercado, según lo previsto en el artículo 75 de la ley 45 de 1990 y el artículo 27 de la ley 190 de 1995.

e.4. Ejecutar órdenes desconociendo la prelación en su registro ordenada por el título cuarto, de la parte tercera de la presente resolución.

e.5. Preparar, asesorar o ejecutar órdenes que según un criterio profesional y de acuerdo con la situación del mercado, puedan derivar en un claro riesgo de pérdida anormal para el cliente, a menos que, en cada caso, éste de por escrito autorización expresa y asuma claramente el riesgo respectivo.”

⁴ Resolución 1200 de 1995

⁵ Ley 795 de 2003. Artículo 26

⁶ Ley 964 de 2005. Artículo 4º

información conocida por razón de su profesión u oficio, para obtener para sí o para un tercero, provecho mediante la negociación de determinada acción, valor o instrumento registrado en el Registro Nacional de Valores, siempre que dicha información no sea de conocimiento público.” (Código Penal Colombiano, 2000, Art. 258)

2. Derecho penal como subsidiario y accesorio

Para lo que compete al presente escrito, es necesario inicialmente conceptualizar el Derecho penal económico. Este hace parte del Derecho penal y acumula lo relacionado con la actividad económica. Así que, el profesor Miguel Bajo Fernández lo define como el conjunto de normas jurídico-penales que protegen el orden económico. A su vez, el orden económico es el orden que se intenta mantener en sociedad entre la defensa de valores patrimoniales de las personas y los de carácter público. (Bajo, 2002)

La mayoría de las infracciones que hacen parte del Derecho penal económico tienen un carácter accesorio, esto quiere decir que estos tipos penales se construyen partiendo de otras normas sean mercantiles o administrativas. En ese sentido, se dice que el Derecho penal es subsidiario frente a las otras ramas del derecho porque su legitimación depende de que entre en funcionamiento sólo cuando para la conducta que busca prevenirse o resolverse, no bastan las otras sanciones que ofrece el ordenamiento jurídico, como si fuese un último recurso. Esto es importante, que sea tomado como la última ratio para justificar el uso del poder punitivo, el Estado tiene que agotar todas las sanciones y usar medios disponibles antes de poner en aplicación el derecho penal; únicamente cuando los recursos de las otras ramas jurídicas han sido insuficientes o fallaron. El doctor Fernández Carrasquilla, bien dice “Se trata de exigencias muy elementales de las ideas de justicia, racionalidad y proporcionalidad de los recursos jurídicos coactivos, las cuales se ofrecen con mayor urgencia cuando se trata de la intervención estatal en los derechos fundamentales de las personas.” (Fernández, 2002, p. 302).

En opinión de Lùderssen, ultima-ratio significa también, que el Derecho penal no es un mero instrumento de control más, sino que a causa de las consecuencias de su aplicación resulta especialmente problemático, tanto para los particulares, como para la sociedad. Por esto requiere especiales garantías jurídicas. (Romeo, 2000)

Ahora bien, para poder tener una convivencia social pacífica, es necesaria la pena criminal para que haya orden, si no existiese, no se podría vivir en sociedad, sin embargo, no se puede abusar de este tipo de pena porque es muy dañina, imponer penas afecta también el normal orden en sociedad, por eso es que debe ser el último recurso, aplicado proporcionalmente a los daños que se precaven. La pena de cárcel no es indispensable cuando el conflicto puede resolverse de otras maneras, usando herramientas menos severas, todo se centra en un tema de racionalidad y proporcionalidad porque lógicamente, en principio, nadie buscaría solucionar sus problemas empezando de la manera más peligrosa o destructiva (Fernández, 2002).

En cuanto a la accesoriedad del derecho penal, se puede decir que es el elemento fuerte de todo el ordenamiento jurídico por cuanto que su actuar se circunscribe a proveer las sanciones más severas, las sanciones penales para las que, según la sociedad, son las faltas más graves.

“El calificativo de *accesorio* recalca que los medios del Derecho penal no son armas principales en la consecución de los fines del ordenamiento jurídico; el *accesorio* enfatiza que entra en la escena de la política social sólo después que los recursos verdaderamente principales se ha agotado o aparecen de antemano como claramente insuficientes; y, en fin, el de *sancionatorio* (...) pone de relieve que los recursos del Derecho penal consisten precisa y exclusivamente en penal o bien que acude a sanciones punitivas que sólo han de utilizarse para reforzar las sanciones de los sectores del ordenamiento jurídico.”⁷ (Carrasquilla, 2002, p. 308).

⁷ Derecho Penal Liberal de Hoy, (pg. 308) por Juan Fernández Carrasquilla, 2002, Ed. Ibáñez

En Colombia, tenemos la coexistencia del Derecho penal económico con el Derecho administrativo en algunos delitos como lo es el de manipulación fraudulenta de especies inscritas en el registro nacional de valores e intermediarios (Código Penal Colombiano, 2000, Art. 317). En este caso, se tiene a la Superintendencia Financiera, entidad que realiza actos de vigilancia y control por medio de modelos de auditoría para prevenir conductas delictivas que, si al final ocurren, también cuenta con poder sancionatorio. Se puede decir que es el derecho primario para regular estas conductas y, subsidiariamente, entra en juego el derecho penal para imponer penas privativas de libertad.

Respecto a los aspectos administrativos de los que se encarga la Superintendencia Financiera, se considera que las auditorias ejecutadas buscan primero ser un medio preventivo para evitar y prevenir, más que tener un papel sancionador, sin embargo, hay casos donde queda en evidencia el corto alcance que puede tener esta entidad a la hora de tomar medidas correctivas o sancionatorias como sucedió en un principio con Interbolsa.

El Derecho administrativo y específicamente el derecho financiero se basa en los aspectos técnicos y teóricos de dicho sector, así como la interdisciplinariedad que se exige en el aspecto jurídico. Por ende, mediante la Ley 45 de 1990, se generó la regularización en cuanto al mercado financiero y de valores, imponiendo restricciones en cuanto a la inversión en sociedades fiduciarias, comisionistas de bolsa, administradoras de fondos de pensiones y cesantías, y demás compañías de crédito (Aguirre Soriano, 2013). El Derecho financiero, por lo tanto, busca la protección al consumidor financiero en materia de educación información y demás acciones encaminadas a la prevención de sobreendeudamiento, así como funciones de control y supervisión, estableciendo los mecanismos especializados de solución de conflictos entre las diversas entidades y consumidores (Corredor & Paz-Sefair, 2016); mediante la Ley 1480 de 2011 se le otorga funciones jurisdiccionales a la Superintendencia Financiera de Colombia, entre las cuales recae la función

administrativa con acciones jurisdiccionales no encaminadas a la penalización de delitos, por lo cual se limita a un papel sancionatorio (López, 2017).

La Superintendencia realiza intervenciones en el mercado de valores con el fin de proteger los derechos de los inversionistas, buscando generar alta eficacia del mercado, así como mantener la integridad del mismo (Quiñónez, 2011). Referida actividad reguladora se enfoca en las reglas del mercado en cuanto a emisión de valores, bolsas de valores, intermediarios, inversionistas y proveedores de infraestructura. Desde el punto de vista administrativo, la Superintendencia partiendo de su carácter sancionatorio a nivel civil y disciplinario, busca controlar los actos de manipulación fraudulenta de valores y emisores por medio de multas a favor del tesoro nacional, suspensión y/o inhabilidad.

De igual manera, a la referida Superintendencia se le otorgan competencias de vigilancia y control, actuando bajo el principio de imparcialidad en controversias entre los consumidores financieros y las entidades, excluyendo los procesos ejecutivos y acciones de carácter laboral, respetando los principios de autonomía, independencia financiera y económica en el país (Espinosa Santos et al., 2017).

Así mismo, dentro de las mismas funciones administrativas de la Superintendencia consiste permitir y limitar los entes de autorregulación dentro del marco normativo en relación con el mercado público de valores por lo que la Ley 964 de 2005 introdujo actividades y demás que obliguen a los mercados de valores a autorregularse, por lo cual el estado se limita a establecer un marco normativo que deberá implementar los diferentes organismos particulares para diseñar sus propias normas (M. Rodríguez, 2014).

En este sentido, la autorregulación en un país depende en si misma de la intervención misma del Estado en la economía, siendo una alternativa para que los involucrados se adapten por sí mismos a reglas y parámetros en común, donde el acuerdo mutuo legitima las normas, lo cual a su vez permite que, en un Estado de Derecho, los individuos logren armonizar los intereses públicos con los individuales, mediante el seguimiento de una regulación o norma en este caso la carta magna y

leyes aplicables (Mercè & Gardella, 2003). Así, la autorregulación en materia de valores se asocia al derecho económico en su especialidad en el derecho administrativo financiero por medio de una denominada autorregulación regulada, que mantiene el mercado organizado y reglamentando con órganos internos de fiscalización y vigilancia, lo que para muchos expertos en la materia, la ley le otorgó facultades y poderes a los particulares para autorregularse, pero con la premisa de intervención y la regulación en la actividad de autorregulación por el Estado con el fin de otorgar garantías a todos los involucrados y a la sociedad misma (Rosillo, 2008).

La autorregulación en Colombia se realiza por medio del ente Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia -AMV-, encargado de regulación y supervisión, así como del control disciplinario, por lo que la expedición de normativa queda sujeta a la ley. Paralelamente, las actividades de supervisión son realizadas por intermediarios, sancionando las malas prácticas de mercado y a los infractores de las normas, en este sentido la Corte Constitucional, mediante Sentencia C-692 de 2007, establece que la autorregulación se rige por el derecho privado con base al fundamento de principio en la autonomía, sujeta a los términos y condiciones establecidas por la ley (Sentencia C-692, 2007).

Adicionalmente, dichos organismos autorreguladores a pesar de tener plena autonomía, son regulados y supervisados por la Superintendencia Financiera de Colombia en términos de verificación y control en un mecanismo denominado *intervencionismo a distancia* que busca una integración de los entes públicos y privados para beneficio mutuo. En este sentido, los organismos autorreguladores se encuentran a cargo de la expedición de reglamentos o modificaciones de los mismos con el fin de elevar los estándares de funcionamiento de los intermediarios, respondiendo a las demandas del mercado; así mismo, se encuentran a cargo del monitoreo de las operaciones de los intermediarios, evaluando la posibilidad de iniciar procesos disciplinarios en caso de infracciones en la operación del mercado y por ende, la actividad reguladora tiene poderes de tribunal disciplinario y conciliador con atribuciones para absolver o sancionar a los investigados (Nieto, 2008).

En cuanto al régimen sancionatorio, este se emana de la función disciplinaria del organismo para la imposición de sanciones de tipo administrativo y civil a los infractores de las normas del mercado, donde dichas sanciones varían desde multas hasta la expulsión de actividades de intermediación de valores por un período de hasta 20 años. Dichas sanciones se evalúan de acuerdo al grado de afectación a los bienes jurídicos protegidos, la gravedad de la conducta, así como demás acciones como la obstrucción de la investigación (Marín & Leonel., 2009). Sin embargo, se ha evidenciado que la función disciplinaria en la autorregulación, a pesar de que ha permitido corregir conductas y malas prácticas, aun presenta serias debilidades para determinar la responsabilidad disciplinaria de los investigados, así como los problemas en el ejercicio sancionatorio, sumado a la falta de garantías ya que la normatividad no otorga herramientas o capacitación suficiente a los agentes que ejercen una función disciplinaria. Por lo que cuando bienes jurídicamente tutelados como el patrimonio se ven afectados, estos casos resultan frente a jueces civiles (que no es el ideal) y esto se debe a la falta de jurisdicción especializada en temas financieros y del mercado de valores, lo cual se traduce en ausencia de garantías en términos de seguridad jurídica en los mercados, así como poca uniformidad en el régimen sancionatorio y de control (Marín & Leonel., 2009).

De conformidad con las falencias que se encuentran en el sistema del Derecho sancionador como la falta de experticia y recursos, aunado a un derecho penal que no es ejecutado de manera prolija por jueces o fiscales, se hacen evidentes las debilidades del Derecho administrativo, privado y económico se evidencian en el caso Interbolsa en 2012 que terminó con la liquidación de Interbolsa S.A. la casa de bolsa más importante de Colombia, que fue intervenida por la SuperFinanciera por la cesación de pagos, lo cual evidencia grandes fallas en los entes autorregulatorios y de control. En este sentido, el régimen sancionatorio, civil y administrativo no fue capaz de actuar a tiempo frente a la comisionista de bolsa, los daños y perjuicios no pudieron ser reparados debido a la iliquidez de la compañía, por lo que la actuación del derecho penal se hace absolutamente necesaria (Díaz, 2012).

La falta de sanciones eficaces, se evidencia en las acciones previas contra Interbolsa donde la entonces Superintendencia de Valores sancionó por medio de la Resolución 079 del 22 de octubre de 2003 con COP 160 millones y suspensión de Interbolsa por tres días debido a los cargos relacionados por no llevar al día los libros de comercio, no llevarlos de forma cronológica, operaciones no registradas, ausencia de soportes entre otros, sanción que quedó en firme 10 años después, en el año 2013 donde el Consejo de Estado tuvo que decidir la validez del procedimiento administrativo (Iriarte et al., 2013).

En cuanto a las acciones penales, debido a las falencias de Interbolsa en 2012, la Fiscalía General de la Nación se involucró por la evidencia de diversas conductas delictivas como “estafa, abuso de confianza, operaciones no autorizadas con accionistas y asociados, falsedad en documento privado, manipulación fraudulenta de acciones, administración desleal, concierto para delinquir y captación masiva de dineros” (Mortigo, 2014, p. 17). Sin embargo, a pesar de las imputaciones de responsabilidad y demás procesos de responsabilidad jurídica, este caso expuso la ausencia de un eficaz de control y vigilancia de las instituciones.

Es importante resaltar que, la Superintendencia Financiera es considerada como la entidad protectora del consumidor financiero, teniendo definidas sus funciones en el artículo 116 de la Constitución de 1991 y a la que se le otorgan funciones de carácter jurisprudencial, entre la que se destaca su trabajo en la regulación del mercado de valores y evitar, por ejemplo, la manipulación en el precio de acciones, administración desleal que son conductas reprochadas por la Superintendencia Financiera pero sólo uno de ellos como tal es delito, la administración desleal.

3. Mercado Bursátil

Derivado de los avances a nivel tecnológico e industrial que ha sufrido la humanidad; a mediados de los años 80 con la globalización y el internet, se permitió interconectar a empresarios, comerciantes y consumidores en un mismo espacio, pero de manera digital, transformando el concepto de mercado dando la oportunidad

de apertura de nuevas perspectivas económicas, abriendo una oportunidad laboral y de crecimiento económico para todo el mundo (Gómez Arango, 2016).

Basado en lo anterior es que surge el mercado de valores actual, el cual tiene el objetivo de canalizar los recursos financieros de diferentes entidades (en algunos casos bancarias) y dirigirlos hacia actividades productivas, implementando como mecanismo la negociación entre mercados, donde el actor principal es el inversionista, donde a diferencia de otro tipo de mercados, en este se negocian acciones, dando como resultado una de sus principales ventajas presentando un modelo estructurado, eficaz y transparente, estimulando la actividad del ahorro, mediante el flujo constante de recursos, lo que mantiene un dinamismo en la economía de un país (González & Nieto, 2016).

En Colombia, este tipo de mercado ha tomado una gran importancia al presentar un incremento exponencial en la última década, debido a la confianza y seguridad que han tenido los inversionistas por el respaldo inicial proporcionado por el gobierno, lo que ha permitido posicionar al país como un socio clave en Latinoamérica de inversión con otros países (Villada et al., 2012). Por ello, uno de los productos destacados en la economía colombiana es su Bolsa de Valores, considerado un elemento clave en el desarrollo del mercado de capitales en el que ha ido incursionando el país, donde se define a través de la figura de una persona jurídica, que permite a las empresas recaudar capital y a la vez, invertirlo para generar ganancias en un ambiente virtual obteniendo como alcance o meta social la recaudación de agente de intercambio requiriendo la debida intervención estatal para su velación y protección (N. Rodríguez, 2018).

El sistema financiero que abarca al mercado bursátil, comprende un conjunto de actores, metodologías y procesos que generan la dinámica de financiación de la economía, permitiendo la distribución del dinero y la expansión o disminución del valor monetario del mismo. En este sentido, la dinámica del sistema se basa en la transferencia de sectores, lo cual constituye los procesos de inversiones productivas. Por lo tanto, el sistema financiero busca vigilar los recursos de una

sociedad, cuyas fluctuaciones pueden llevar a problemas de inversión y financiación, siendo esta la causa de la pobreza o mal rendimiento económico de una nación (Uribe, 2013).

El sistema financiero está compuesto por la banca y demás organizaciones que buscan hacer productivo los excedentes de recursos en un intervalo de tiempo, donde la política monetaria gubernamental regula dicho sector con base en instrumentos, intermediarios y mercados financieros, siendo los primeros, aquellos que representan la deuda ya sea pública o privada, la cual es emitida por el prestamista quien facilita los fondos, donde los flujos de caja circulan de manera opuesta para el prestatario (quien recibe los fondos), representado un pasivo, mientras que para la contraparte representa un activo (Mishkin, 2014). Cabe aclarar que en el sistema financiero la intermediación por el mercado bancario tiene como objetivo captar la mayor cantidad de recursos disponibles para su comercialización, mientras que el mercado de valores funciona por medio agentes autorizados o denominados corredores que conectan a inversionistas y empresas que requieran recursos. A la dinámica económica, se le denomina mercado financiero, el cual hace referencia a los mecanismos de financiación y comercialización de los demás instrumentos de financiación, basados en la oferta, demanda y demás variables internas y externas que determinan los precios y volúmenes de negociación, siendo el origen de las actividades de compra y venta de los diferentes activos financieros en las denominadas bolsas de valores (Goldstein & Yang, 2017).

Los mercados financieros se componen de mercados primarios los cuales hacen referencia a la emisión de acciones, títulos hipotecarios, títulos de deuda y demás, siendo emitidos por las organizaciones empresariales o por las entidades financieras, por otro lado, el mercado secundario lo compone la comercialización o dinámica económica de compra y venta de dichos instrumentos o títulos financieros. Así mismo, los intermediarios y demás actores se involucran formando el mercado monetario y de capitales, lo cual permite una mayor liquidez y seguridad al corto,

mediano y largo plazo, por medio de la emisión de bonos, títulos de valor y créditos a largo plazo (Alberto & García, 2018).

Conforme lo explicado arriba, se puede inferir que el mercado financiero tiene un rol fundamental en la dinámica económica ya que permite realizar un análisis y evaluación en cuanto a gestión de riesgos, mecanismos de pagos y como se asignan precios a instrumentos del mercado financiero y se podría decir que la gestión del riesgo analiza la información de los contratantes con el fin de evaluar las condiciones económicas de los mismos y predecir el nivel de riesgo al asumir una obligación y cumplir las condiciones pactadas, en donde en el mercado de valores, quienes invierten, gestionan los riesgos a través de intermediarios que tienen pleno conocimiento de los mercados y por ende, pueden definir un nivel de riesgo en cuanto al análisis de la situación económica y de innovación de los prospectos de emisores de instrumentos financieros.

En un trabajo realizado en 1996 por parte de la Fundación Para la Educación Superior y el Desarrollo, se conceptuó que el mercado de valores es un sistema de módulos a disposición de la economía con el fin de cumplir la función de asignar y distribuir, en tiempo y lugar, los recursos de capital (recursos a mediano y/o largo plazo con la destinación de a financiar inversiones, en opuesto a los de corto plazo, que son el objeto del mercado monetario). El mercado de capitales constituye un mercado mayorista que canaliza grandes ahorros hacia la inversión a largo plazo, esta canalización de recursos se efectúa de forma especializada hacia la promoción de la economía de un país, organizando nuevas empresas y dinamizando las ya existentes para el desarrollo normal de sus actividades.

El mercado está conformado por los préstamos de dinero o créditos, y el aporte de fondos mediante la adquisición de acciones en sociedades anónimas o la participación de empresas que van a utilizar dichos recursos para un fin productivo como lo pueden ser los fondos de capital.

Es importante mencionar que el mercado de capitales se caracteriza porque las compañías se dirigen al público para la colocación (emisión) de valores con la presencia de intermediarios financieros, de tal manera que las personas superavitarias de fondos o de capital, asumen el riesgo de otorgar préstamos o recursos a las personas deficitarias de capital. Esto lleva a concluir que el mercado de capitales puede ser intermediado o no intermediado; intermediado siempre que exista un agente financiero que ponga en contacto a las personas superavitarias y deficitarias de capital, el cual es más atractivo ya que se transforman los riesgos de tal manera que las personas que buscan liquidez no estén tan expuestas a la fluctuación de los valores en el mercado, sin embargo, a menor riesgo, menor ingreso. Y, por otra parte, el mercado no intermediado es aquel en el cual, no existen agentes financieros, sino que aquel que necesita recursos de liquidez, sale a captar los recursos del público directamente, con lo cual, adquiere un mayor riesgo, pero más posibilidad de recibir recursos a mediano y largo plazo.

Para entender de mejor manera lo anterior, es pertinente explicar ¿cómo capta recursos el inversionista? El emisor emite un instrumento jurídico llamado “valor”, el cual es ofrecido al inversionista y, si este último opta por tomarlo, suscribe dicho valor, y con este valor, el inversionista recibe la liquidez que necesita. Sin embargo, la transacción entre superavitarios y deficitarios de capital no es tan simple, toda vez que se tiene que tener la experticia y conocimiento suficiente del mercado de capitales para efectuar la inversión, dado que, pueden existir asimetrías de la información entre ahorradores e inversionistas, que hacen de la transferencia directa de recursos una actividad con problemas de selección adversa (situaciones previas a la suscripción del valor, donde uno de los contratantes, la que tiene menor información, no puede identificar si lo ofrecido vale o no la pena), problemas relacionados con el riesgo moral por parte de los inversionistas (es propio de una conducta oportunista, en la que un sujeto busca su bienestar partiendo de que el otro sujeto no está informado) y miedo a la inversión. Razón por la cual, el mercado de valores debe ser regulado para mitigar los problemas antes descritos.

Gracias a la regulación del mercado de capitales, dichos riesgos se encuentran mitigados en la actualidad, sin embargo, continúan existiendo vacíos por medio de los cuales, caben las conductas delictivas por los agentes del mercado de valores.

Conforme lo anterior, nos remitimos a la pregunta que da origen al presente documento, ¿es necesario ampliar el marco normativo en materia penal con relación al mercado de valores? En Colombia el caso más emblemático con relación a este asunto es el de Interbolsa y usándolo como ejemplo, analizando las situaciones fácticas y legales que lo rodearon, podemos ver todo el Derecho falló de alguna forma. La Superintendencia Financiera con el Derecho sancionador administrativo falló al prevenir la comisión de los delitos, y, por su parte del Derecho penal ha demostrado sus falencias a la hora de lograr condenar propiamente a los acusados ya que se permitió que prescribieran los delitos cometidos, a 6 de 12 investigaciones se les decretó la preclusión total.

Lo anterior evidencia que el sistema está lejos de ser perfecto y necesita modificarse, no queriendo decir que se necesiten más tipos penales, sino, una solución puede ser fortalecer a la Superintendencia la cual teniendo mayores recursos puede prevenir que los delitos en efecto se comentan y así no hay necesidad de llegar a usar el Derecho penal.

4. Conclusiones

- Se definió el tipo penal de manipulación de especies inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores como aquella persona que realiza transacciones, con el fin de generar aparente liquidez superior con relación a un instrumento inscrito
- La accesoriedad y subsidiariedad son características del Derecho penal y como elementos esenciales, se explicó el motivo de ellas
- Se trató la coexistencia entre el Derecho administrativo sancionatorio y el Derecho penal en relación con el delito de manipulación de especies inscritas
- El Derecho penal al ser considerado la última ratio para las conductas punibles, nos lleva a pensar que una opción para evitar que se configure el delito, es necesario fortalecer el Derecho primario, el administrativo, dándole

más herramientas a la Superintendencia para identificar a tiempo conductas sospechosas

Cuando se hace necesaria la intervención del Derecho penal es porque se ha cometido un delito y el Derecho administrativo no es lo suficientemente fuerte para ejecutar un castigo ejemplar por la severidad de la conducta cometida.

En el hipotético de que se logre una condena privativa de libertad, haciendo uso del Derecho penal como subsidiario y accesorio, ¿qué pasa con el dinero perdido? Ese no es el objetivo del Derecho penal. El objetivo principal es castigar, pero no retribuir o restablecer los derechos de los afectados, por ello, tal vez no es necesario crear más tipos penales y/o aumentar las condenas, sino que se pueden hacer unas modificaciones buscando proteger y velar por las víctimas.

En este tipo de delitos es importante que se logre hallar los culpables, pero también, el poder recuperar el dinero, el dinero que se malversó, así que, se puede proponer que, en lugar de una condena de privación de la libertad, el condenado tenga que devolver todo el dinero que malversó y se le imponga una sanción de inhabilidad para ejecutar actividades en la bolsa. Así, los principales afectados recuperan su dinero y de cierta manera sus derechos son restablecidos.

Lo anterior, porque en la actualidad se ven muchos casos de corrupción en los que se envía a la cárcel a los culpables por haberse robado enormes sumas de dinero y van a la cárcel por unos cuantos años, pero cuando salen tienen el dinero que se han robado y esto no beneficia a ninguno de los afectados.

Adicional a la propuesta de transar una condena de cárcel por devolver el dinero malversado u obtenido de forma antijurídica, se puede crear un fondo en el que mes a mes o anualmente, todas las personas jurídicas o naturales responsables de hacer transacciones, aporten un porcentaje correspondientes a sus movimientos que sirva como un seguro en caso de haber una pérdida masiva de dineros.

5. Referencias.

- Abella, G.D.; Varón, J.C. (2019). Régimen del mercado de valores. Tomo IV Otras instituciones de los mercados de valores. Bogotá: Universidad de Los Andes.
- Aguirre Soriano, D. A. (2013). Negocio fiduciario de inversión: único vehículo fiduciario que prevé protección para el fideicomitente y el fideicomisario, como inversionistas del mercado de valores. *Revista de Derecho Privado*, 24, 209–233.
- Alberto, E., & García, C. (2010). Análisis de la incidencia del Mercado de Valores en el desarrollo de las pequeñas y medianas empresas en el Ecuador, periodo 2010 – 2016. *Pontificia Universidad Católica Del Ecuador*, 98.
- Alberto, E., & García, C. (2018). Análisis de la incidencia del Mercado de Valores en el desarrollo de las pequeñas y medianas empresas en el Ecuador, periodo 2010 – 2016. In *Pontificia Universidad Católica Del Ecuador*. Pontificia Universidad Católica del Ecuador.
- Bajo, M. (2002). Concepto y contenido del derecho penal económico. *Estudios de Derecho penal economico*, 3 -22. ISBN 980378031X,
- Barreto, H. (2019). *Lecciones de derecho penal : parte especial*. Universidad Externado de Colombia.
- Burbano-Pérez, Á. B., Velástegui-Carrasco, E. B., Villamarin-Padilla, J. M., & Novillo-Yaguarshungo, C. E. (2018). El marketing relacional y la fidelización del cliente. *Polo Del Conocimiento*, 3(8), 579. <https://doi.org/10.23857/pc.v3i8.683>
- Bustos, J. (2008). *Derecho penal. Tomo I*. Leyer
- Calvo, A., Cuervo, A., Parejo, J. A., Rodríguez, L. (2014). *Manual del sistema financiero español*. Planeta.

- Ciceri, J. H. (2011). Concepto: modalidades de fraude financiero mediante negociaciones de títulos en bolsas de valores. Bogotá: Agencia de los Estados Unidos para el Desarrollo Internacional, USAID. 115-121
- Corte Constitucional de Colombia. Sentencia C-233 de 1997. (M.P. Fabio Moron Diaz: Mayo 15 de 1997).
- Corte Constitucional de Colombia. Sentencia C-692 de 2007. (M.P. Rodrigo Escobar Gil: Septiembre 5 de 2007).
- Corredor, J. A., & Paz-Sefair, A. (2016). Reflexiones sobre las funciones jurisdiccionales de la Superintendencia Financiera de Colombia. *Entramado*, 12(1), 174–200. <https://doi.org/10.18041/entramado.2016v12n1.23119>
- Diaz, A. A. (2012). La Superintendencia Financiera de Colombia y la reincidencia de las sanciones administrativas. Universidad Libre.
- Doval Pais, A. (2020). La confusa armonización de los delitos de manipulación de mercado (art. 284 CP) por la L.O. 1/2019. *Estudios Penales y Criminológicos*, 40, 113–178. <https://doi.org/10.15304/epc.40.6216>
- Espinosa Santos, M. A., Moreno Navarrete, W. F., & Rocha Ramos, D. F. (2017). *Relación entre las funciones del comité de auditoría y las sanciones de la Superintendencia Financiera de Colombia*. Pontificia Universidad Javeriana.
- Fernández Carrasquilla, J. (2002). Derecho Penal Liberal de Hoy. Ediciones Jurídicas Gustavo Ibáñez.
- Fernández Carrasquilla, J. (2004). Derecho Penal Fundamental 1. Ediciones Jurídicas Gustavo Ibáñez.
- Fiscalía General de la Nación (2023). Delitos. <https://www.fiscalia.gov.co/colombia/gestion/estadisticas/delitos/>
- Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo. (1996). Misión de Estudios del Mercado de Capitales. Ministerio de Hacienda y Crédito Público – Banco Mundial.

- García Cavero, P. (2019). Derecho Penal – Parte General. Ideas Solución Editorial.
- García Palominos, G. (2017). Equivalentes funcionales en los delitos económicos. Una aproximación de solución ante la falta de lesividad material en delitos de presentación de información falsa al mercado de valores. *Política Criminal: Revista Electrónica Semestral de Políticas Públicas En Materias Penales*, 12(23), 151–205.
- Goldstein, I., & Yang, L. (2017). Information Disclosure in Financial Markets. *Annual Review of Financial Economics*, 9, 101–125. <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-110716-032355>
- Gómez Arango, A. C. (2016). Globalización y desarrollo económico, Colombia como caso de estudio. *Journal of Internacional Law EAFIT*, 7, 33–67.
- Gómez Contreras, J. (2010). *Partiendo de un análisis del comportamiento de los mercados de valores: ¿Es adecuado la implementación de las normas internacionales de información financiera en nuestro país?*. Universidad Nacional de Colombia.
- González, J., & Nieto, J. (2016). El mercado de valores como fuente de financiamiento para las pequeñas y medianas empresas ecuatorianas. *Revista Científica UISRAEL*, 3, 2016–2019. <https://revista.uisrael.edu.ec/index.php/rcui/article/view/4>
- Iriarte, A., Gómez, G., Arismendi z, F., & Álvarez, C. (2013). *Análisis del Caso Interbolsa y la Participación de Entes de Control Como la UIAF, la Superintendencia Financiera y la Fiscalía a Julio de 2013*. Fundación Universitaria Luis Amigó.
- Jaimes, M.L; Medina, D.F. (2015). La manipulación de especies en el mercado de valores (tesis inédita de pregrado). Pontificia Universidad Javeriana, Bogotá, Colombia.

- Ley 32 de 1979. *Por la cual se crea la Comisión Nacional de Valores y se dictan otras disposiciones.* 17 de mayo de 1979. Diario Oficial.
- Ley 45 de 1990. *Por la cual se expiden normas en materia de intermediación financiera, se regula la actividad aseguradora, se conceden unas facultades y se dictan otras disposiciones.* 18 de diciembre de 1990. Diario Oficial.
- Ley 795 de 2003. *Por la cual se ajustan algunas normas del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y se dictan otras disposiciones.* 14 de enero de 2003. Diario Oficial.
- Ley 964 de 2005. *Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones.* 8 de julio de 2005. Diario Oficial.
- López, A. M. (2017). *Delegatura para funciones jurisdiccionales de la Superintendencia Financiera de Colombia: una revisión a su función jurisdiccional para conocer y dirimir conflictos entre consumidores financieros y entidades financieras.* Universidad Católica de Colombia.
- Macana, N. (2014). *Interbolsa y la manipulación fraudulenta de valores inscritos en el registro nacional de valores e intermediarios.* Universidad Santo Tomás.
- Marín, A., & Leonel., E. (2009). Autorregulación en el mercado de valores en Colombia: análisis de su aspecto disciplinario. *Revista De La Maestría En Derecho Económico*, 5, 155–200.
- Martínez, N. (1986). *Intervención del Estado en el Mercado Público de Valores: De la Comisión Nacional de Valores.* Bogotá: Temis.
- Mercè, M., & Gardella, D. (2003). *Derecho Administrativo y Autorregulación: la Autorregulación regulada.* Universitat de Girona.
- Ministerio de Hacienda – Banco Mundial – Fedesarrollo. (1996). Misión de

Estudios del Mercado de Capitales. Informe Final. Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo.
<https://www.repository.fedesarrollo.org.co/handle/11445/1519>

- Mishkin, F. S. (2014). *Moneda banca y mercados financiero* (10° Edició). Pearson Educación.
- Morand, J., Rincón, Z., & Peláez, J. C. (2017). *Derecho Administrativo. Curso. Temas de reflexión. Comentarios y análisis de fallos*. 9789587727616.
- Mortigo, A. P. (2014). *Problemas recientes de la autorregulación en el mercado de valores colombiano*. Universidad de los Andes.
- Nieto, A. (2008). *La responsabilidad social, gobierno corporativo y autorregulación: sus influencias en el derecho penal de la empresa*. *Política Criminal*, 3(5), 70–87.
- Ochoa, O.A. (2012). Las Operaciones de Mercado Abierto (OMA): instrumento eficaz para el control de la base monetaria. Trasegar histórico y pertinencia actual. *Revista Iusta* No. 36, 83 – 106.
- Paredes Castañón, J. M. (2015). Problemas de tipicidad en las conductas de manipulación de precios de los mercados de valores. *Nuevo Foro Penal*, 10(82), 33–81. <https://doi.org/10.17230/nfp.10.82.2>
- Pérez-Duarte, A. (2018). La Determinación De Autores en Los Delitos Económicos Y Empresariales. Varias Ideas De Soluciones Y Varios Puntos Para El Debate. *Díkaion*, 27(1), 29–50. <https://doi-org.crai-ustadigital.usantotomas.edu.co/10.5294/dika.2018.27.1.2>
- Puig, Santiago (2011). Derecho Penal Parte General. Editorial Reppertor.
- Quiñónez, C. E. (2011). Intervención del Estado colombiano en el mercado de valores. *Justitia*, 8, 331–350. <https://doi.org/https://doi.org/10.15332/iust.v0i8.918015>

- Resolución 1200 de 1995 [Ministerio de Hacienda y Crédito Público]. Por la cual se actualizan y unifican las normas expedidas por el Superintendente de Valores. Diciembre 22 de 1995.
- Reyes, A. (2000). *Derecho Penal*. Temis
- Rodríguez, M. (2014). Concepto, alcance y estructura de la autorregulación en el Mercado de Valores colombiano. In *Revista E-Mercatoria* (Vol. 13).
- Rodríguez, N. (2018). La bolsa de valores de Colombia, su naturaleza y su posición sobre las sociedades comisionistas de bolsa: el planteamiento del Service Level Agreement(SLA) como posible forma de mitigación. *Derecho PUCP*, 265–302. <https://doi.org/10.18800/derechopucp.201802.009>
- Romeo, C. (2000). La insostenible situación del Derecho penal. Editorial Comares.
- Romero, Y., Ramírez, F., & Guzmán, D. (2013). Mercado Integrado Latinoamericano (MILA): análisis de correlación y diversificación de los portafolios de acciones de los tres países miembros en el período 2007-2012. *Revista Javeriana*, 14(34), 53–74.
- Rosillo, M. (2008). La autorregulación en el Mercado De Valores. *Revista de Derecho Privado*, 39, 3–34.
- Sampedro, C. (2002). Lecciones de derecho penal : parte general. Universidad Externado de Colombia.
- Sánchez, J. (20 de septiembre de 2022). *Poder Adquisitivo*. Economipedia. <https://economipedia.com/definiciones/poder-adquisitivo.html>
- Sevilla, A. (20 de septiembre de 2022). *Especulación*. Economipedia. <https://economipedia.com/definiciones/especulacion.html#:~:text=La%20especulación%20es%20el%20conjunto,comprar%20barato%20y%20vender%20caro>
- Sintura, F. (8 de febrero de 2023). Reflexiones Sobre la Impunidad de los Delitos Financieros. <https://lexir.co/2023/02/08/reflexiones-sobre-la->

impunidad-de-los-delitos-financieros/

- Tito, J. A. (2015). Corrupción Privada: Un Estudio De La Ausencia De Reglas De Derecho Privado, Desde El Caso Interbolsa. *Vniversitas*, 64(131), 433–466. <https://doi.org/10.11144/javeriana.vj131.cpea>
- Uribe, J. D. (2013). El sistema financiero colombiano: estructura y evolución reciente. *Revista Del Banco de La República*, LXXXVI(1023), 5–17.
- Varios autores. (2011). *Lecciones de Derecho Penal*. Bogotá: U. Externado de Colombia
- Vega Gutiérrez, J. Z. (2012). Valoración Político-Criminal Del Insider Trading Como Delito Económico: La Reforma Por Lo 5/2010, Una Oportunidad Perdida. *Revista Jurídica de La Universidad Autónoma de Madrid*, 25, 211–229.
- Villada, F., Muñoz, N., & García, E. (2012). Aplicación de las Redes Neuronales al Pronóstico de Precios en el Mercado de Valores. *Informacion Tecnologica*, 23(4), 11–20. <https://doi.org/10.4067/S0718-07642012000400003>