

INTERBOLSA Y LA MANIPULACIÓN FRAUDULENTA DE VALORES INSCRITOS EN EL REGISTRO NACIONAL DE VALORES E INTERMEDIARIOS

INTERBOLSA AND THE FRAUDULENT MANIPULATION SPECIES LISTED ON THE NATIONAL REGISTRY OF SECURITIES AND INTERMEDIARIES

NATALY MACANA GUTIERREZ

RESUMEN

El presente artículo tiene como propósito analizar el caso de la Comisionista de Bolsa Interbolsa en relación con las operaciones de pacto de retroventa realizadas sobre acciones de la compañía Fabricato, desde la perspectiva del derecho penal económico Colombiano. Para ello se examina si los hechos del mencionado caso configuran el tipo penal de *Manipulación Fraudulenta de Especies Inscritas en el registro nacional de valores e intermediarios*, consagrado en el artículo 317 del Código Penal Colombiano, ley 599 del 2000.

PALABRAS CLAVE: Manipulación, operación pacto de retroventa, Interbolsa, Valores, Intermediación.

ABSTRACT

This article aims to analyze the case of Interbolsa in connection with repurchase agreement transactions made on company stock Fabricato, from the perspective of Colombian economic criminal law. This examines whether the facts of that case to constitute the crime of Fraudulent Manipulation Species Listed on the National Registry of Securities and Intermediaries, enshrined in Article 317 of the Colombian Penal Code, Act 599 of 2000.

KEY WORDS: Handling, Repurchase agreement transactions, Interbolsa, Stock market value, Financial intermediary.

Introducción

La negociación de pactos de retroventa en los mercados de valores tiene su importancia en que representa mecanismos para adquirir liquidez o valores concretos para aquellos que son

participantes del mercado, es decir, los mismos constituyen una “alternativa a los préstamos sin garantías y a la emisión de valores a corto plazo” (BCE, 2010). En razón a su naturaleza, los pactos de retroventa o “repos”, como serán nombrados en el presente artículo, requieren de una garantía para aquel que los adquiere; el problema se genera cuando la garantía no es suficiente para respaldar el repo. Dicha situación se presentó en el mercado de valores colombiano con los repos de Fabricato, una compañía colombiana dedicada al negocio textil que cuenta con una gran trayectoria toda vez que perteneció a uno de los conglomerados más grandes del país. Sus acciones fueron negociadas por la comisionista de bolsa Interbolsa y fundamentaron una gran cantidad de movimientos bursátiles de la misma, generando una situación delicada en la bolsa de valores colombiana. Ésta consistía en la adquisición por parte del Grupo Holding Interbolsa de repos de la mencionada empresa al igual que préstamos otorgados por el mismo Grupo al señor Alessandro Corridori para la transacción de repos. Esto permitió evidenciar otros movimientos de la misma firma que ponían en riesgo no solo la estabilidad de la bolsa de valores sino también las inversiones del público.

En razón a la situación descrita anteriormente, en el presente artículo se busca determinar si las conductas desplegadas por los integrantes de la comisionista de bolsa Interbolsa desde Febrero del 2011 hasta noviembre del 2012 -en relación a los pactos de retroventa (repos) de Fabricato que fueron colocados y negociados en el mercado de valores de Colombia- configuran la conducta típica del artículo 317 del código penal (ley 599 de 2000) MANIPULACIÓN FRAUDULENTE DE ESPECIES INSCRITAS EN EL REGISTRO NACIONAL DE VALORES E INTERMEDIARIOS.

I. Mercado de valores

A. Contexto general

El mercado de valores representa el segmento del mercado financiero en donde se movilizan recursos desde los sectores que cuentan con liquidez hacia actividades productivas que pueden estar requiriendo liquidez o que participan con el propósito de obtener fuentes de financiación económica. El mismo está conformado por la emisión, suscripción, intermediación y negociación de títulos en ofertas públicas para así otorgarles a los titulares de los mismos derechos de crédito, de participación, de tradición o representativos de mercancías (FRADIQUE-MENDEZ, 2008).

El mercado de valores puede ser primario o secundario, es primario “cuando se colocan por primera vez los títulos en el mercado y es secundario cuando los títulos que se negocian, en venta o reventa, ya han estado en el mercado primario” (FRADIQUE-MENDEZ, 2008), siendo uno de sus objetivos principales brindar liquidez a los emisores que participan en el mercado (FRADIQUE-MENDEZ, 2008). El caso bajo análisis se gesta en el mercado secundario.

Con base en lo anterior podemos establecer que “el objetivo fundamental de los mercados de valores es ayudar al movimiento de capitales de manera que se proporcione estabilidad monetaria y financiera, lo que conduce en el plano deontológico a políticas monetarias más activas y seguras dado que, son ellas mismas las que tienen la capacidad de fijar el precio de los valores de conformidad a la ley de oferta y demanda dentro del mismo mercado” (FRADIQUE-MENDEZ, 2008). Para comprender de mejor manera el mercado de valores procederemos a establecer ciertos conceptos básicos, siendo el primero de ellos el valor.

Según el artículo 2 de la ley 964 del 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”*), los valores son todo derecho de naturaleza negociable que haga parte de una emisión, cuando tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público. Según la legislación Colombiana este concepto incluye las acciones, los bonos, los papeles comerciales, los certificados de depósitos de mercancías, los títulos representativos de riesgo, los certificados de depósito a término, las aceptaciones bancarias, las cédulas hipotecarias y cualquier título de deuda pública (CONGRESO DE LA REPÚBLICA, 2005).

El segundo término a conceptualizar es la intermediación. Esta figura está referida a “las operaciones cuya finalidad o efecto es el acercamiento entre demandantes y oferentes en el sistema de negociación de valores con el fin de: comprar o vender valores en el registro Nacional de Valores y Emisores ya sea en el mercado primario o en el secundario, realizar las mismas operaciones en un sistema local de cotizaciones de valores extranjeros en el mercado secundario y, realizar operaciones con derivados y productos estructurados a los cuales se pueda reconocer la calidad de valores. Del mismo modo existen operaciones que solo pueden ser realizadas por comisionistas de bolsa como las operaciones de comisión para la compra o venta de valores y las mismas que se desarrollen en contratos de administración de portafolios de terceros y de administración de valores, entre otras” (FRADIQUE-MENDEZ, 2008). Dentro

de la figura de la intermediación encontramos a los comisionistas de bolsa, sociedades que pueden ser autorizadas para realizar operaciones especiales de compra y venta de valores intermediando en la colocación de valores, garantizando la totalidad o parte de la misma o adquiriendo dichos valores por cuenta propia; pueden también realizar operaciones por cuenta propia con el fin de dar mayor estabilidad a los precios de mercado y realizar compraventas con pacto de retroventa sobre los títulos valores; así mismo, se les autoriza para administrar los valores de sus comitentes con el propósito de realizar el cobro de capital y sus rendimientos con el propósito de reinvertirlos de acuerdo a las instrucciones del cliente.

El Estado colombiano regula el mercado de valores por medio de tres entidades (FRADIQUE-MENDEZ, 2008), sin perjuicio de las funciones de regulación del Banco de la República cuya vigilancia está referida a mantener el poder adquisitivo de la moneda. Las entidades que regulan el mercado de valores son: El Congreso de la República, que está encargado de la expedición de las leyes marcos del mercado de conformidad al artículo 150 numeral 19 literal d) de la Constitución Política de 1991; la Presidencia de la República que según el artículo 189 numeral 24 de la Constitución Política tiene la función de vigilancia, inspección y control sobre las personas que realicen actividades bursátiles, esta función la ejerce a través del Ministerio de Hacienda y Crédito Público con la expedición de regulaciones a las normas generales proferidas por el congreso y, a través de la Superintendencia Financiera, que de conformidad al Decreto Ley 1050 de 1968 es un organismo adscrito al Ministerio, encargado de ejercer la inspección, vigilancia y control sobre los agentes que participan en el mercado de valores de conformidad con el artículo 335 de la Constitución Política; como superintendencia es una persona jurídica con autonomía administrativa y financiera (REPÚBLICA, 2006).

En el mercado de valores existe también un elemento esencial que responde a la especialidad, rapidez y agilidad de la industria bursátil conocido como la autorregulación. Su propósito es que los agentes del mercado bursátil se pongan de acuerdo sobre algunas reglas de juego en donde no intervenga el Estado. En Colombia, la Bolsa de Valores cuenta con un autoregulador cuya naturaleza jurídica es la de una corporación de carácter privado sin ánimo de lucro cuya función primordial es emitir normatividad, supervisar y velar por el cumplimiento y disciplina de los miembros del mercado (AUTORREGULADORA); frente a este punto volveremos más adelante.

B. La operación de pacto de retroventa “repos”.

En el mercado de valores se pueden llevar a cabo una serie de operaciones tales como la colocación de valores, la compra y venta de valores del mercado, corretaje, adquisición y enajenación de valores en desarrollo de contratos de fiducia mercantil o encargo fiduciario, la adquisición y enajenación de valores en desarrollo de la administración de fondos de inversión de capital extranjero, o de fondos de pensiones obligatorias o cesantías, etc., sin embargo, en el presente artículo haremos hincapié en una operación denominada pacto de retroventa.

Los repos son una figura a través de la cual una persona como vendedor inicial obtiene de otra persona como comprador inicial liquidez de corto plazo (LA OFERTA PÚBLICA EN EL MERCADO DE VALORES, 2008), toda vez que la figura se asemeja a un préstamo en donde en vez de vender los títulos (acciones) por parte del vendedor inicial, éste, por medio de sus comisionistas, se asegura la liquidez por medio de préstamos entregando como garantía sus acciones (REPÚBLICA, 2006). Este tipo de operación exige un plazo de vencimiento en el cual el comprador inicial se compromete a devolver las acciones y el vendedor inicial a devolver el dinero con sus respectivos intereses (LAS OPERACIONES BURSÁTILES EN LA NORMATIVIDAD COLOMBIANA: EL PROBLEMA DE LA TRADUCCIÓN JURÍDICA, 2008).

Normalmente los repos se pueden ir renovando cada vez que se cumpla el plazo y se manejan con tasas de interés entre el 5 y 6 por ciento efectivo anual, la figura cuenta con una garantía adicional consistente en que si el vendedor inicial no devuelve al comprador inicial el valor entregado, la comisionista de bolsa tiene la facultad de vender las acciones para cumplir con la obligación frente al comprador inicial (LAS OPERACIONES BURSÁTILES EN LA NORMATIVIDAD COLOMBIANA: EL PROBLEMA DE LA TRADUCCIÓN JURÍDICA, 2008). Este tipo de operaciones debe hacerse sobre las acciones que están clasificadas por la Bolsa de Valores de Colombia como líquidas.

II. La situación de desplome de Interbolsa.

A. Comisionistas de bolsa y contexto general de Interbolsa.

Interbolsa es una Sociedad anónima que hace parte del grupo holding Interbolsa y es una de las 29 Sociedades Comisionistas de Bolsa de Colombia. Su objeto social está referido de manera exclusiva y primordial al desarrollo del contrato de comisión para la compra y venta de valores (Negocios, 2012).

Fue fundada en 1990 en Medellín por Rodrigo Jaramillo, en 1997 contó con la presencia como dueño del 50 por ciento de las acciones de Juan Carlos Ortiz, quien había sido expulsado de la Bolsa de Valores de Bogotá por realizar transacciones a nombre de terceros, muchas de las cuales tenían como fin arreglar inconsistencias contables (ELGRAN JUGADOR, 2007). Con el ingreso de Juan Carlos Ortiz en la comisionista, ésta se convierte en actor primordial de la Bolsa de Medellín en razón a su gran posición en el mercado de TES-títulos de deuda pública doméstica emitidos por el gobierno- (REPÚBLICA, 2013); dadas estas circunstancias aparece el señor Víctor Maldonado quien adquiere el 30 por ciento de las acciones y, cuyo ingreso permitió que Juan Carlos Ortiz y Rodrigo Jaramillo pudieran constituir en Curazao el fondo Premium Capital, el cual les permitía buscar personas en Colombia con capital para invertir por medio de un contrato de corresponsalía.

Paralelamente a este escenario se estaba desarrollando la fusión de las tres bolsas existentes en el país, lo cual daría origen a la Bolsa de Valores de Colombia. Allí la comisionista se convertiría en una de las más importantes del mercado hasta tal punto que, en el año 2007, adquirió a la comisionista Inversionistas de Colombia que era su gran competidor transformándose de esta manera en un conglomerado de servicios financieros con ocho empresas bajo su mando (holding Grupo Interbolsa) y una acción en la bolsa de valores de Colombia (ECONOMÍA, 2012).

Para entender el desarrollo de la crisis del año 2012, consistente en una sobre existencia de repos sobre acciones de Fabricato, es necesario mencionar que los accionistas de Interbolsa hacían parte de otras compañías y sociedades y que, en razón a esos intereses, se usaron los recursos de la comisionista y la facultad de inversión para estimular el valor de las acciones del mismo generando de esta manera la apariencia de liquidez en las acciones de dichas compañías y sociedades, como quedó en evidencia en la intervención dentro del debate político que se dio sobre el tema del representante a la Cámara por Bogotá, Simón Gaviria (GAVIRIA, 2012).

En dicha intervención el representante manifestó que a través del fondo Premium Capital Appreciation Found registrado en Curazao, se realizaron inversiones de capital en Fabricato de la cual Interbolsa era accionista y en donde parientes cercanos de los miembros de la Junta Directiva de la comisionista eran miembros de la junta directiva de las compañías cuyas acciones estaban siendo manipuladas por Interbolsa. Para entender de mejor manera la situación planteada es necesario mencionar que la crisis se originó en Interbolsa S.A,

Comisionista de Bolsa y en Interbolsa S.A Sociedad Administradora de Inversión. A continuación se procederá a explicar qué es Fabricato y la situación de la misma que llevó a la necesidad de la expedición de repos.

B. La situación de Fabricato.

Fabricato es una compañía textil resultado de la fusión en 2002 entre Hilados y Tejidos el Hato y Tejicondor (FABRICATO), esta compañía cotiza en la Bolsa de Valores de Colombia y es de gran relevancia en el presente artículo en razón a que la comisionista Interbolsa gestionó las operaciones repos sobre sus acciones para brindarle liquidez.

Lo curioso del caso radica en que en los últimos tres años Fabricato tenía márgenes de utilidad que evolucionaban de manera decreciente es decir, que tenían un margen de EBITDA (este margen permite determinar las ganancias o la utilidad obtenida por una empresa o proyecto, sin tener en cuenta los gastos financieros, los impuestos y demás gastos contables que no implican salida de dinero en efectivo, como las depreciaciones y las amortizaciones) de tendencia negativa esto en razón a que existen factores como la revaluación del peso, el contrabando y la debilidad de mercados externos que llevaron a que varias textileras nacionales entraran en situaciones financieras delicadas (MONDRAGÓN).

Fabricato estaba incurso en un proceso de reestructuración empresarial en el marco del derecho concursal, lo que la llevó a reducir sus pasivos financieros y concentrar algunas de sus actividades de producción en Bello, Antioquia. Esto le permitió lograr eficiencias operativas y poner en venta algunos activos no operativos que impulsaron la modernización de su planta, sin embargo, la compañía mostraba en el tercer trimestre del año 2012 pérdidas por 41,462 millones de pesos (MONDRAGON) que contradecían de manera directa el valor de su acción en la Bolsa de valores, el cual presentó un incremento inusual en el año 2012 al pasar de 29,9 a 99 pesos la acción, es decir un aumento del 214 por ciento (SALCEDO, 2012).

A continuación se procederá a explicar la situación de desplome de la comisionista en relación con los repos de Fabricato.

C. La situación de desplome de Interbolsa en relación a los repos de Fabricato.

En 2009 el inversionista Alessandro Corridori observa que comerciar con las acciones de Fabricato es un buen negocio, pues se creía que la misma se convertiría en una de las empresas más beneficiadas con el Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos; además, el conglomerado financiero que controlaba la compañía había vendido su participación lo que, la dejaba en una situación de vulnerabilidad en la Bolsa de Valores pues permitiría que Fabricato pudiera ser adquirida en dicho escenario por cualquiera de los intervinientes de la Bolsa.

En ese momento se hace evidente la necesidad de encontrar a alguien con la capacidad de apalancar la compra de acciones de la compañía, es decir, se necesitaba de una persona con gran capacidad financiera y es en este escenario donde aparece la comisionista de bolsa Interbolsa S.A. Ésta le presta dinero a Corridori para que pueda adquirir las acciones de Fabricato por medio de la operación bursátil de repos con un interés del 10 por ciento efectivo anual, cuya garantía eran las acciones de Fabricato y en donde de cada 100 pesos en acciones de dicha compañía Interbolsa le prestaba a Corredori 60 pesos y éste garantizaba los restantes 40 pesos. Esta garantía fue establecida por parte de la Bolsa de Valores de Colombia y tuvo como base la liquidez de las acciones (DESCALABRO BURSATIL, 2012).

Gracias a los préstamos de Interbolsa durante año y medio Corridori adquirió el 20 por ciento de las acciones de Fabricato convirtiéndose así en su mayor accionista. Al ver la rentabilidad de dicha operación, Interbolsa S.A Sociedad Administradora de Inversión comenzó a replicar la operación con otros clientes interesados en acciones de Fabricato, llegando al punto de adquirir 300.000 millones de pesos en repos de la textilera (DESCALABRO BURSATIL, 2012).

Toda esta situación se agudizó en razón a que la comisionista realizó los siguientes movimientos para apalancar estas acciones e inflarlas de manera que fueran atractivas en el mercado, dichos movimientos consistieron en que:

1. Al llegar Corridori a Interbolsa con el 20 por ciento de Fabricato Interbolsa comisionista le prestó 100 mil millones de pesos (GAVIRIA, 2012).
2. Luego Interbolsa Sociedad Administradora le presta 100 mil millones a título de crédito, sin embargo, la Superintendencia Financiera le ordena recuperarlos y por ende, Interbolsa Sociedad Administradora los recupera y los envía a Interbolsa Comisionista la cual se los gira a Corridori (GAVIRIA, 2012).

3. El Fondo Premium presta 100 mil millones en razón al consejo que recibe de Interbolsa (GAVIRIA, 2012).

4. Esto lleva a que Corridori tenga al final 300 mil millones en repos en la Bolsa de Valores de Colombia y que la acción se inflara artificialmente en 214% para el año 2011 (GAVIRIA, 2012).

El problema comienza a materializarse cuando la acción de Fabricato comienza a subir su cotización haciendo que el mercado dude de la rentabilidad del negocio en razón a que, era de conocimiento público que el sector textilero estaba generando pérdidas, que los beneficios del tratado de libre comercio no se concretaban y que pese a las especulaciones que existían sobre una posible venta de Fabricato no aparecía ningún comprador. Todo este escenario genera un freno en la operación de compra y venta de acciones de la compañía, lo que la convierte en una acción de baja bursatilidad y obliga a la Bolsa de Valores de Colombia a activar los mecanismos de garantía lo que lleva a que Interbolsa, Corridori y demás accionistas deban respaldar con más dinero la garantía que habían suscrito (DESCALABRO BURSATIL, 2012).

A su vez esto llevó a que la comisionista se viera obligada a conseguir dinero prestado de entidades bancarias y, por ende, a financiar operaciones repo con préstamos a título de la empresa, dicha situación se vuelve inmanejable hasta el punto en que el día 1 de Noviembre del 2012 Interbolsa no puede cancelar un crédito con el banco BBVA por un valor de 20.000 millones en razón a sus problemas de liquidez (DESCALABRO BURSATIL, 2012).

En virtud de su incumplimiento y por las irregularidades constatadas, la comisionista fue intervenida por la Superintendencia Financiera el 2 de Noviembre de 2012 lo que generó que la acción de la misma se desplomara un 30 por ciento en la Bolsa de Valores (GAVIRIA, 2012).

III. La adecuación típica de las conductas desplegadas por la comisionista de bolsa “Interbolsa” en el tipo penal de manipulación fraudulenta de especies inscritas en el registro nacional de valores e intermediarios consagrado en el artículo 317 de la ley 599 del 2000.

A. Análisis del tipo penal.

En Colombia, a través de la ley 599 del 2000 por medio de la cual se expidió el código penal, se establecieron nuevas conductas típicas, entre las cuales se encuentra la manipulación de especies inscritas en el registro nacional de valores e intermediarios consagrada en el artículo 317 de dicha disposición legislativa.

Este tipo penal está ubicado en el título X concerniente a los delitos contra el orden económico, capítulo II de los delitos contra el sistema financiero. En razón de ello se puede en un primer momento entender que el bien jurídico tutelado por el tipo penal es el orden económico, lo que hace necesaria su conceptualización.

Para 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”* (CONSTITUCIONAL, 1997). Esta concepción del orden económico está en consonancia con el preámbulo de la Carta Política de 1991, en donde se establece que Colombia es un Estado Social de Derecho por lo que el mismo tiene injerencia en la economía nacional, del mismo modo, el artículo 335 de la misma norma dispone que las actividades financiera y bursátil son de interés público lo que faculta al Estado a la intervención de las mismas.

Uno de los mecanismos de intervención que ha utilizado el estado Colombiano es el derecho penal económico, que ha sido definido por la doctrina como el conjunto de normas jurídico penales que protegen el orden económico social en un sentido estricto (FERNANDEZ, 1978) y que buscan responder al interés del Estado de conservar su capacidad productiva y de conservar el orden legal de la economía. Todo esto por medio del respeto a los principios de

mínima intervención y de fragmentariedad que debe predicarse de un derecho penal (CRIMINOLOGÍA, 2011).

Como ya se mencionó, el tipo penal bajo análisis se encuentra en el capítulo referente a los delitos contra el sistema financiero, este debe ser entendido como “uno de los componentes sociales que tiene como función primordial “intermediar” entre la demanda y la oferta de recursos y capitales” (CRIMINOLOGÍA, 2011), es decir, “es el conjunto de instituciones, medios y mercados que buscan canalizar el ahorro que generan los prestamistas hacia los prestatarios y, del mismo modo, facilitar y otorgar seguridad al movimiento de dinero y al sistema de pagos” (ANTONIO CALVO, 2008). Por tal razón, los tipos penales de dicho título buscan regular los comportamientos que puedan causar deterioro al orden económico y social (CRIMINOLOGIA, 2011), toda vez que el sistema financiero busca estabilidad monetaria, fomentar el ahorro, captarlo y canalizarlo hacia la inversión. En el caso bajo análisis la función que nos interesa se refiere a ofertar los productos que se adapten a las necesidades de los participantes del mercado de manera que ambos obtengan la mayor satisfacción.

Este tipo penal fue contemplado con el propósito de proteger el patrimonio del inversionista y el funcionamiento del mercado de valores lo que lleva a asegurar la integridad, honestidad y correcto comportamiento en el comercio de inversión (CICERI, 2011), ya que este tipo penal trata de evitar la especulación comercial, entendida como el conjunto de operaciones financieras cuyo objeto es la obtención de un beneficio económico que se deriva de la fluctuación de precios, así mismo busca reprochar el comportamiento de cualquier persona que realice operaciones con las cuales pretenda aparentar una liquidez mayor de cualquier clase de acción, valor o instrumento en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios (CRIMINOLOGIA, 2011), lo que lleva a establecer que el sujeto activo de este tipo penal es indeterminado.

Del mismo modo, el texto del tipo penal permite establecer que no se requiere el resultado para perfeccionar el tipo, es decir, la alteración de la cotización del precio de los instrumentos financieros que se negocian en el mercado cambiario sino que las transacciones se efectúen con la intención de producir una apariencia de mayor liquidez del valor inscrito en el Registro o de desplegar acciones que configuren maniobras fraudulentas con la intención de alterar su cotización (CICERI, 2011). Esto implica que se trata de un tipo penal que exige un dolo eventual entendido como: la conciencia de la existencia del peligro concreto de que se configure el tipo lo que se acompaña de una aceptación del sujeto de dicha realización

actuando sin medidas para prevenir el resultado, esto significa que la línea entre una transacción legal y una ilegal se desdibuja con facilidad.

Frente a esto es necesario evaluar los elementos subjetivos fundamentales para lo cual se precisará que los elementos subjetivos son aquellas finalidades o propósitos que ejecuta el agente y que son exigidos por el legislador para que se configure el tipo, en el delito en estudio dichos elementos son:

- I. Intención de producir una mayor liquidez: para ello es necesario señalar que la liquidez es la expresión de rotación de los valores en el mercado público correspondiente, lo que constituye una dificultad dado que toda negociación en el mercado público de valores afecta la liquidez del instrumento (CICERI, 2011), sobre este punto volveremos más adelante.
- II. El segundo elemento subjetivo consiste en efectuar maniobras fraudulentas con la intención de alterar la cotización en el mercado de valores.

Estos elementos se desarrollan por medio de operaciones que permitan simular, parecer, suponer, figurar o disfrazar una mayor liquidez de un instrumento que se esté negociando, todas ellas como operaciones financieras falsas, es decir, que no corresponden a las condiciones reales del mercado o engañosas que inducen a error a los inversionistas bursátiles (CICERI, 2011).

Dentro de estas operaciones podemos encontrar: transacciones ficticias a través de terceras personas que llevan a la modificación de la cotización del instrumento por medio de órdenes de compra y reventa para el mismo título, sin que se varíe el valor del mismo con el propósito de aparentar una alta demanda de los instrumentos afectados (CICERI, 2011); otra operación puede ser la de realizar negocios previamente concretados a través de ordenes o puestas de compra y venta aisladas del mercado para fingir actividad comercial que lleve a elevar el nivel de precio a través de la demanda del título. También se contempla dentro de estas operaciones la del comercio circular donde comprador y vendedor son la misma persona lo que, permite una alza manipulada en la cotización (CICERI, 2011).

Mencionadas algunas de las operaciones que se pueden desarrollar para configurar el tipo penal en estudio, es necesario estudiar el primer elemento subjetivo del tipo concerniente a la intención de producir una mayor apariencia de liquidez, toda vez que este elemento subjetivo permite evidenciar que el tipo penal contiene elementos normativos abiertos o de remisión, es decir, elementos cuya comprensión requiere de una valoración que permita llenar su contenido

y que se encuentran en normas del derecho de la regulación financiera, en el tipo en estudio son:

- I. Qué es liquidez,
- II. Qué es y cuál es la base de cotización de estos bienes.

Frente al primer elemento normativo la ciencia económica conceptualiza la liquidez como “la habilidad para transar grandes cantidades de un activo, de manera rápida, a bajo costo y en el momento que se desee” (RUEDA, 2010), este concepto es de carácter multidimensional ya que involucra aspectos de costo, tiempo y disponibilidad. En los mercados financieros se proponen como medidas de liquidez “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), en el caso de las acciones en la bolsa de valores la liquidez puede ser medida por volúmenes de negociación que se refieren a cuánto dinero se mueve en el activo es decir, la suma de compras y ventas de una acción en un día.

Con respecto al segundo elemento normativo, en primera medida se debe establecer que la acción es un título de renta variable que le otorga al propietario de la misma una serie de derechos políticos y económicos y la cual está sujeta a la liquidez del mercado (LAS OPERACIONES BURSÁTILES EN LA NORMATIVIDAD COLOMBIANA: EL PROBLEMA DE LA TRADUCCIÓN JURÍDICA, 2008), que se mide en el valor de mercado de la acción mediante el precio de negociación, entendido como el precio sobre el cual se realizan las compras y ventas del título valor (LAS OPERACIONES BURSÁTILES EN LA NORMATIVIDAD COLOMBIANA: EL PROBLEMA DE LA TRADUCCIÓN JURÍDICA, 2008). El precio inicial de negociación de las acciones al inicio de una rueda, es decir, en la sesión diaria en la que se negocian los valores previamente inscritos en la bolsa, corresponderá al precio base de negociación que es el precio promedio ponderado de las acciones transadas durante el día anterior en la bolsa o bolsas en que esté inscrito el valor (LAS OPERACIONES BURSÁTILES EN LA NORMATIVIDAD COLOMBIANA: EL PROBLEMA DE LA TRADUCCIÓN JURÍDICA, 2008).

Una vez analizado el tipo penal y antes de adecuarlo a las conductas del caso concreto se expondrá de manera breve quiénes eran las autoridades legalmente reconocidas que tenían la

función de vigilar el mercado de valores y cuáles eran las sanciones que podían interponer frente a las irregularidades del caso en estudio.

B. Sanciones administrativas contenidas en la legislación Colombiana para el caso específico.

Como se mencionó al inicio de esta ponencia, en Colombia existen dos entidades encargadas de vigilar y regular la Bolsa de Valores. La primera de ellas es la Superintendencia Financiera, esta entidad tiene las funciones de inspección y vigilancia sobre todos los participantes del mercado que no tengan la calidad de emisores y el control sobre los emisores de valores. Como primera premisa es necesario mencionar que el ejercicio de la facultad de esta entidad es de naturaleza eminentemente pública ya que, la misma cumple funciones de policía administrativa en materia económica (OLARTE, y otros, 1999).

En Colombia las funciones más importantes de la Superintendencia se refieren a la inspección y vigilancia que ejerce sobre las comisionistas de bolsa. La función de inspección es una atribución de carácter subjetivo que se ejerce sobre la persona inspeccionada y cuyo fin es conocer, confrontar y verificar la información sobre todas o parte de las actuaciones desplegadas por ella, es decir, esta función consiste en la fiscalización permanente sobre el régimen institucional y el régimen objetivo o relativo a las operaciones que realizan (OLARTE, y otros, 1999).

La función de vigilancia es de igual forma una facultad de carácter subjetivo cuyo propósito es prevenir y subsanar las funciones irregulares o anormales que se puedan generar en el desarrollo de las actividades de la persona objeto de vigilancia evitando así que se ponga en peligro el desarrollo de la actividad de acuerdo a los objetivos legales (OLARTE, y otros, 1999).

Con base en estas dos funciones la Superintendencia Financiera garantiza la preservación de la confianza que requiere el mercado para atraer inversionistas, preserva la integridad del mercado, la funcionalidad de los sistemas transaccionales y de registro, la eficiencia de los mecanismos de formación de precios y de compensación y liquidación de operaciones (FRADIQUE-MENDEZ, 2008).

Para el cumplimiento de estas funciones la ley 964 del 2005 ha consagrado como una modalidad de infracción en el artículo 50 liberal b) la de: “Realizar, colaborar, cohonestar, autorizar, participar de cualquier forma o 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”; con base en a esto el artículo 53 de la misma ley le ha otorgado a la Superintendencia Financiera facultades para ordenar sanciones como: la suspensión o inhabilitación hasta por 5 años para realizar funciones de administración, dirección o control de las entidades sometidas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia Financiera (Decreto 663 de 1993); ordenar la cancelación o suspensión de la inscripción en bolsa; imponer multas y amonestaciones; intervenir administrativamente siempre que la entidad objeto de vigilancia viole las leyes o reglamentos de la bolsa por medio de la 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.

Del mismo modo el artículo 22 de dicha ley contempla la Aplicación del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, que en el artículo 114 faculta a la superintendencia a tomar posesión de bienes, haberes y negocios de una entidad vigilada cuando el sujeto sometido a vigilancia haya suspendido el pago de sus obligaciones, con base en esta causal el artículo 115 faculta a la Superintendencia a la toma de posesión con el objeto de establecer si la entidad debe ser objeto de liquidación.

La siguiente entidad encargada de vigilar el mercado de valores es la Corporación Autorreguladora del Mercado de Valores que fue autorizada por la Superintendencia Financiera por medio de la resolución 1171 del 7 de julio de 2006 para adelantar las labores que la ley 964 de 2005 le impuso y que corresponden a la reglamentación de la intermediación en el mercado, la verificación del cumplimiento de las normas del mercado de valores y de los reglamentos de autorregulación y la imposición de sanciones por el incumplimiento de las mismas (FRADIQUE-MENDEZ, 2008).

Esta entidad es de carácter privado y su función consiste en establecer los mecanismos mediante los cuales los agentes del mercado procuraran elevar los estándares profesionales y velaran por un mercado íntegro y transparente donde exista libre formación de precios y condiciones adecuadas de seguridad para los inversionistas y el público en general (AUTORREGULADORA), esta facultad la ejerce por medio de la función disciplinaria que recae de conformidad al parágrafo del artículo 3 del Decreto 1565 del 2006 sobre los intermediarios

de valores únicamente en los aspectos relacionados con la actividad de intermediación de valores.

Con base en lo anterior, se debe establecer que el ejercicio de la actividad de autorregulación no es de carácter público como está expresamente señalado en el parágrafo 2 del artículo 25 de la ley 964 del 2005, por lo cual los actos que dicho organismo expide en ejercicio de su función disciplinaria son de carácter privado y por lo mismo solo pueden ser controvertidos en la jurisdicción ordinaria, como lo señaló el parágrafo 3 del artículo 25 de la mencionada ley y que se ratificó en el artículo 37 del Decreto 1565 del 2006.

Un punto a señalar es que el hecho de que la autorreguladora del mercado haya tomado decisiones sobre ciertos hechos no restringe las actuaciones administrativas que la Superintendencia Financiera puede adelantar cuando se estime necesario para preservar el buen y regular funcionamiento del mercado de valores, siendo totalmente independiente y autónoma toda vez que la facultad sancionatoria de la Superintendencia tiene un carácter general y público (FINANCIERA, 2006).

En referencia al caso bajo análisis hay que señalar que la Superintendencia ordenó la intervención de la comisionista el día 02 de Noviembre del 2012 en razón a la declaratoria de iliquidez que la misma realizó el primero del mismo mes dada su incapacidad de responder por los préstamos otorgados por el banco BBVA, que ascendían a la suma de 20.000 millones de pesos. En desarrollo de la intervención la Superfinanciera observó la imposibilidad de subsanar la situación de la comisionista lo cual derivó en la expedición de la resolución 1812 del 2012 mediante la cual se ordena la liquidación forzosa administrativa de la comisionista. Dicha situación pudo ser evitada si la Superintendencia hubiera acudido al artículo 50 numeral b) de la ley 964 del 2005 y, aplicado alguna de las sanciones del artículo 53 de la misma norma antes de la situación que se desencadenó en el mes de Noviembre del año 2012.

Pese a las acciones de intervención y liquidación en el debate político que se dio en la cámara de representantes el día 13 de Noviembre del 2012, el representante Simón Gaviria manifestó que existía un documento que demostraba que la Autorreguladora del Mercado de Valores le había comunicado a la Superintendencia Financiera el 1 de febrero del 2012 las operaciones que estaban siendo realizadas por los socios de Interbolsa que daban como resultado la posible manipulación de acciones en la bolsa y que tenían relación con una serie de operaciones pre acordadas sobre las negociaciones de acciones de Fabricato (FINANZAS, 2012), con dicha denuncia se abría un debate entorno a la incompetencia por parte de la

autoridad administrativa que no ejerció según las afirmaciones del representante, un control adecuado con miras a evitar la situación de crisis que se presentó al final del mismo periodo.

Frente a estas acusaciones el superintendente manifestó que contrario a lo expuesto por el representante, la Superintendencia había iniciado acciones para determinar la eventual manipulación de valores sin embargo, puntualizó en que dichas investigaciones eran delicadas en la medida en que podían afectar a los accionistas y la confianza en el mercado (FINANZAS, 2012); pese a estas declaraciones las dudas sobre las acciones desplegadas por la entidad administrativa subsisten y a las mismas se suman documentos en los cuales se manifiesta que se puso en conocimiento a la entidad de las actividades irregulares que se gestionaban en la comisionista (DESCALABRO BURSÁTIL, 2012), como quedó en evidencia en el acta 267 de la Junta Directiva de Interbolsa. Allí se manifiesta la adquisición por parte de la comisionista del 20 por ciento de las acciones de Bolsa Mercantil de Colombia, situación prohibida pero que se generó por el incumplimiento de un accionista en la operación; por su parte, la entidad administrativa había autorizado una excepción a la norma ampliando el término a 90 días para encontrar un comprador para dichas acciones (RADIO, 2012).

En cuanto a la Autorreguladora la situación no es muy distinta, toda vez que pese a entregar un informe en el mes de Febrero, sus medidas no fueron más allá de vigilar las operaciones para garantizar la liquidez de la comisionista (FINANZAS, 2012), lo que según se observó en los sucesos del mes de noviembre fue insuficiente, ya que la firma comisionista se declaró ilíquida el 1 de noviembre del 2012 y no existieron sanciones disciplinarias por parte de dicho organismo a ninguna de las personas involucradas en los hechos objeto de análisis. De esta forma se observa que tanto la vigilancia administrativa como la de autorregulación fracasaron en su labor de control lo que, oblige a recurrir al derecho penal.

Expuesto lo anterior se procederá a adecuar el tipo penal en el caso concreto.

C. Adecuación del tipo en las conductas desplegadas del caso concreto.

Frente al caso en concreto debemos señalar que los integrantes de la junta directiva de la comisionista y los comisionistas como personas naturales son sujetos indeterminados por lo cual pueden ser los sujetos activos del tipo penal. En cuanto a la conducta consistente en realizar transacciones con la intención de producir una apariencia de mayor liquidez respecto de determinada acción debemos anotar lo siguiente: como se mencionó al inicio de esta

ponencia la acción que respalda las operaciones repo era la de Fabricato la cual presentó un aumento del 214% en el 2011, lo que hizo que la cotización por acción pasara de 29.9 pesos a 99 pesos lo que a ojos de los analistas del mercado no tenía justificación clara ya que el título no había presentado en ningún momento de su historia de cotización dentro del mercado de valores mayores volúmenes de negociación, por lo que se consideraba un papel no líquido en la Bolsa de Valores. Del mismo modo destacamos que en el momento en que dicha acción presentó ese alza de cotización la compañía presentaba pérdidas de 5.635.52 millones para el año 2011 y para el año 2012 en el tercer trimestre la textilera reportaba pérdidas por 41.462,99 millones por lo cual era la comisionista quien realizaba mayor cobertura del título y la cual con su prestigio en la Bolsa generaba la confianza en el mercado (SALCEDO, 2012).

Ahora bien, para esclarecer que si se desarrollaron acciones que buscaban producir una apariencia de mayor liquidez anotamos que, en el informe del 1 de Febrero del 2012, la Autorreguladora del Mercado de Valores detectó en los meses de abril y de julio a noviembre del 2011 1481 alertas por el ingreso de ordenes por cantidades superiores al parámetro establecido, que es 27.000 acciones y 123 alertas por activación de subastas de volatilidad. Esto demuestra que hubo operaciones pre acordadas cuyo objetivo era lograr un comportamiento de la acción en el mercado que favoreciera a los operadores y tenedores principales que eran Víctor Maldonado, Tomas Jaramillo y Alessandro Corridori (RAMIREZ, 2012) como se expuso en el acápite correspondiente.

Dentro de la misma conducta hay que señalar el apalancamiento por más de 300.000 millones que fue explicado al inicio de este artículo y que generó un conflicto ya que había un problema de posición propia, pues gran parte de los repos que tenía la firma estaban garantizados por acciones que tenía el holding Interbolsa en la compañía textilera (RAMIREZ, 2012). Es decir, la compañía hacía operaciones de retroventa sobre acciones que, por ser propiedad de su holding, la dejaban expuestas a las fluctuaciones de la cotización.

Una vez analizada la conducta es necesario analizar el dolo eventual que es exigido por el tipo penal. Frente a este criterio se señala que los sujetos que desplegaron la conducta contaban con las capacidades intelectuales necesarias para conocer del peligro que el despliegue de las mismas generaría, pese a ello el documento (acta 267) demuestra que el vicepresidente financiero y el vicepresidente de riesgos explicaron dentro del desarrollo de la reunión en qué consistían las operaciones, como quedó en evidencia en el acta 267 de reunión de la junta directiva del mes de Julio. Allí se aprobaron por unanimidad las operaciones referidas, se dejó

de manifiesto la alta exposición que tenía la compañía en dichas operaciones y se discutió sobre los rumores existentes en la bolsa que manifestaban el posible incumplimiento en las garantías de los repos de Fabricato (RADIO, 2012).

Sin embargo, es necesario precisar que en el desarrollo de dicha reunión el vicepresidente financiero, al informar sobre la situación financiera de Fabricato, aseguró que la misma estaba recuperándose y que la valoración que se hacía no incluía los activos inmobiliarios y la termoeléctrica de la compañía lo cual hacía que se incrementara su valor (RADIO, 2012). Pese a ello el documento demuestra que existía cierta reticencia por parte de los miembros de la junta de aprobar las operaciones por lo cual Rodrigo Jaramillo les explicó que las mismas obedecían a una decisión estratégica del grupo Holding Interbolsa y que las utilidades que se obtuvieran en Fabricato serían compartidas con Interbolsa comisionista por haber facilitado la operación.

A pesar de lo anterior la junta dejó en el acta una recomendación en la cual se manifiesta que se debe incluir en los contratos que se tenían con los accionistas restricción a la movilidad de los activos inmobiliarios de Fabricato toda vez que este era el activo más valioso con el que contaba la comisionista.

En el mismo documento se dejó constancia del conocimiento general que existía en la comisionista de la alta probabilidad de que la Bolsa de Valores de Colombia declarara las acciones de la comisionista como un activo no líquido. Esto imposibilitaba los repos sobre las acciones de la misma y llevó a que Rodrigo Jaramillo explicara a la junta el plan de desmonte de las operaciones repo sobre las acciones de Interbolsa que iniciaría en el mes de Septiembre del año 2012 (RADIO, 2012).

Con base en este documento se considera que el dolo eventual se configura, dado que se conocían los riesgos de las operaciones más estas se dejaron al azar. Pese a que el tipo penal exige este tipo de dolo, las últimas actas de la junta directiva de Interbolsa permiten pensar que las acciones desplegadas por la comisionista demostraban una voluntad del Grupo Holding de aparentar mayor liquidez que respaldara las operaciones repos.

III. Conclusiones

Una vez analizado el tipo penal y el caso en concreto se puede concluir que las conductas desplegadas por la comisionista de bolsa Interbolsa fueron llevadas a cabo con conocimiento

de la Junta Directiva de la Comisionista de los riesgos que se podían derivar de llevar a cabo dichas operaciones en el mercado de valores. Del mismo se ha establecido que la Junta Directiva conocía de la situación de Fabricato y de las acciones de Interbolsa que estaban interrelacionadas; también se pudo observar que la comisionista por medio de las operaciones repo logró inflar artificialmente las acciones de la compañía colombiana Fabricato y que, para respaldar dichas operaciones, hizo uso de recursos de todo el grupo económico. Todo este panorama permite concluir que las acciones desplegadas por la comisionista se subsumen en el tipo penal del artículo 317 del Código Penal de *manipulación fraudulenta de especies inscritas en el registro nacional de valores e intermediarios*.

Este escenario demuestra que en Colombia existe una debilidad en la economía frente a los comportamientos de las comisionistas de bolsa ya que, las instituciones encargadas de vigilar y controlar los riesgos de la actividad bursátil no actúan con la celeridad necesaria lo que pone de manifiesto una incapacidad estatal de respuesta frente a conductas desplegadas por particulares dentro del sector público, es decir, las instituciones correspondientes actúan cuando ya hay un daño que por su umbral de gravedad exigen una respuesta penal.

Bibliografía

ANTONIO CALVO, ALVARO CUERVO, JOSE ALBERTO PAREJO, LUIS RODRIGUEZ. 2008. MANUAL DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL. s.l. : ARIEL, 2008. ISBN 9788434445536.

AUTORREGULADORA. AMVCOLOMBIA. QUIENES SOMOS. [En línea] [Citado el: 19 de MAYO de 2013.] AUTORREGULADORA DEL MER<<http://www.amvcolombia.org.co/index.php?pag=home&id=1|9|0>> .

BCE. 2010. BDE. LOS MERCADOS DE REPO DE LA ZONA EURO Y LAS TURBULENCIAS EN LOS MERCADOS FINANCIEROS. [En línea] FEBRERO de 2010. [Citado el: 15 de ENERO de 2014.] <<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensualBCE/10/Fich/bm1002-3.pdf>>.

CICERI, JOSE HERNAN MURIEL. 2011. CONCEPTO: MODALIDADES DE FRAUDE FINANCIERO MEDIANTE NEGOCIACIONES DE TITULOS EN BOLSAS DE VALORES. BOGOTA : AGENCIA DE LOS ESTADOS UNIDOS PARA EL DESARROLLO INTERNACIONAL, USAID, 2011. págs. 115-121.

CONGRESO DE LA REPUBLICA, COLOMBIA. 2005. LEY 964. BOGOTA : s.n., 2005.

CONSTITUCIONAL, CORTE. 1997. C-233. BOGOTA : CORTE CONSTITUCIONAL, 1997.

CRIMINOLOGIA, DEPARTAMENTO DERECHO PENAL Y. 2011. *LECCIONES DE DERECHO PENAL, PARTE ESPECIAL.* BOGOTA : UNIVERSIDAD EXTERNADO DE COLOMBIA, 2011.

DESCALABRO BURSATIL. SEMANA, REVISTA. 2012. 22, BOGOTA : s.n., 11 de NOVIEMBRE de 2012, pág. 23.

ECONOMÍA, REDACCIÓN. 2012. INTERBOLSA, LA HISTORIA DE UN DESPLOME. *EL ESPECTADOR.* 8 de NOVIEMBRE de 2012.

ECONOMICOS, INFORMES. 2013. BANCO DE LA REPUBLICA DE COLOMBIA. [En línea] 19 de MAYO de 2013. Banco de la Repub<http://www.banrep.gov.co/informes-economicos/ine_pre_frec2.htm#tes>.

ELGRAN JUGADOR. ECONOMIA, REDACCION. 2007. BOGOTA : REVISTA SEMANA, 10 de MARZO de 2007.

FABRICATO. FABRICATO. ¿QUIENES SOMOS? [En línea] [Citado el: 15 de MAYO de 2013.] <<http://www.fabricato.com/site/Qui%C3%A9nesSomos/Historia/20002009/tabid/142/Default.aspx>>.

FERNANDEZ, MIGUEL BAJO. 1978. *DERECHO PENAL ECONOMICO.* s.l. : CIVITAS, 1978. págs. 36-40.

FINANCIERA, SUPERINTENDENCIA. 2006. *CONCEPTO.* 2006034168-002, BOGOTA : s.n., 6 de OCTUBRE de 2006.

—. SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA. *NUESTRA SUPERINTENDENCIA.* [En línea] [Citado el: 19 de MAYO de 2013.] <<http://www.superfinanciera.gov.co/NuestraSuperintendencia/nuestraentidad.htm>>.

FINANZAS, SECCION. 2012. SUPERFINANCIERA INTERVIENE A INTERBOLSA Y SUSPENDE ACCION. *PORTAFOLIO.* 2 de NOVIEMBRE de 2012, .

—. **2012.** SUPERFINANCIERA VENIA INVESTIGANDO MANIPULACION DE LA ACCION DE FABRICATO Y LA BMC. *LA REPÚBLICA.* 5 de DICIEMBRE de 2012.

FRADIQUE-MENDEZ, CARLOS. 2008. BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. *GUIA COLOMBIANA DEL MERCADO DE VALORES.* [En línea] 2008. [Citado el: 20 de MAYO de 2013.] http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Empresas/Documentos+y+Presentaciones?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=5d9e2b27_11de9ed172b_-1cf87f000001&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.

GAVIRIA, SIMON. 2012. LA REPUBLICA. *INTERBOLSA LA JUGADA QUE NO TUVO FINAL FELIZ.* [En línea] 13 de NOVIEMBRE de 2012. [Citado el: 25 de ABRIL de 2013.] <http://www.larepublica.co/sites/default/files/larepublica/INTERBOLSA%20escritorio_0.pdf>.

LA OFERTA PUBLICA EN EL MERCADO DE VALORES. GUAQUE, NESTOR FAGUA. 2008. 39, BOGOTA : UNIVERSIDAD DE LOS ANDES, MAYO de 2008, págs. 3-39.

LAS OPERACIONES BURSATILES EN LA NORMATIVIDAD COLOMBIANA: EL PROBLEMA DE LA TRADUCCION JURIDICA. **ACEVEDO, JEISON LARROTA. 2008.** 39, BOGOTA : UNIVERSIDAD DE LOS ANDES, 2008, REVISTA DE DERECHO PRIVADO.

MONDRAGON, LUIS FERNANDO. ECBLOGUER. *REPOS, FABRICATO, INTERBOLSA ¿WHAT'S THE DEAL?* [En línea] [Citado el: 15 de ABRIL de 2013.] <<http://www.ecbloguer.com/abaco/?p=1275>>.

Negocios, Redacción. 2012. ¿QUE ES UN REPO? *EL ESPECTADOR.* 2012.

OLARTE, ALEXANDRA RUSSY y URBINA, LIZA. 1999. *LAS FUNCIONES DE INSPECCION, VIGILANCIA Y CONTROL DE LAS SUPERINTENDENCIAS, SU ESTRUCTURA Y FUNCIONES.* BOGOTA : PONTIFICIA UNIVERSIDAD JAVERIANA, 1999.

RADIO, CARACOL. 2012. LAS ACTAS QUE MUESTRAN LOS MANEJOS INTERNOS EN INTERBOLSA. BOGOTA : s.n., 20 de NOVIEMBRE de 2012.

RAMIREZ, MARIA CAROLINA. 2012. LAS SIETE ACCIONES QUE MANIPULO LA RED INTERBOLSA. *LA REPUBLICA.* 7 de DICIEMBRE de 2012.

—. **2012.** SUPERINTENDENTES RODEAN TELARAÑA DEL GRUPO INTERBOLSA. *LA REPUBLICA.* 19 de NOVIEMBRE de 2012.

REPUBLICA, BANCO DE LA. 2013. BANCO DE LA REPUBLICA. *INFORMES ECONOMICOS.* [En línea] 19 de MAYO de 2013. <http://www.banrep.gov.co/informes-economicos/ine_pre_frec2.htm#tes>.

REPUBLICA, PRESIDENTE DE LA. 2006. DECRETO 4432, ARTICULO 1. BOGOTA : s.n., 2006.

RUEDA, ALONSO FIEGO AGUDELO. 2010. UNIVERSIDAD JAVERIANA. *LIQUIDEZ EN LOS MERCADOS ACCIONARIOS COLOMBIANOS ¿CUÁNTO HEMOS AVANZADO EN LOS ULTIMOS DIEZ AÑOS?* [En línea] ENERO-FEBRERO de 2010. <http://cuadernosadministracion.javeriana.edu.co/pdfs/Cnos_Ad>.

SALCEDO, STEPHANNY. 2012. LA ACCION DE FABRICATO SE VOLVIO A NEGOCIAR EN LA BVC Y PERDIO 20.88%. *LA REPUBLICA.* 17 de NOVIEMBRE de 2012.