

DELITO DE MANIPULACIÓN FRAUDULENTE DE ESPECIES INSCRITAS EN EL REGISTRO NACIONAL DE VALORES E INTERMEDIARIOS: ¿ES SUFICIENTE PARA PROTEGER EL MERCADO?

Miguel Eduardo González Sánchez¹

Este análisis tiene como fin centrarse en el delito de manipulación fraudulenta de especies inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y cómo este comportamiento puede afectar de forma considerable la confianza y transparencia que debe regir en los mercados de valores. Ante la existencia del tipo penal, nace la pregunta de si este mecanismo de coerción establecido por el legislador es un medio suficiente para garantizar un mercado donde los inversionistas se sientan tranquilos de que están adquiriendo en debida forma valores, o que, por el contrario, los precios se conforman por manipulaciones fraudulentas. Finalmente, se plantean unas consideraciones frente a qué medidas adicionales se deben tomar para prevenir la comisión de este delito.

SUMARIO:

I. Introducción; II. Aproximación al sector financiero; III. Manipulación fraudulenta de especies inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios; IV. Tipificación de la conducta: ¿es suficiente para proteger el mercado?; V. Conclusiones; VI. Bibliografía.

¹ Abogado, especialista en Derecho Penal de la Universidad Libre, especialista en Derecho Financiero y Bursátil de la Universidad Externado de Colombia. Exfuncionario de la Rama Judicial y miembro del observatorio de Derecho Penal, Seguridad y Convivencia de la Universidad Libre. Socio director de la firma Miguel González Sánchez & Abogados Asociados. Conjuez del H. Tribunal Superior de Distrito Judicial de Barranquilla, Sala Penal.
Diálogos Punitivos. Boletín XLV.

I. Introducción

El ser humano se ha caracterizado por llevar a cabo iniciativas de diferente índole con la finalidad de subsistir, producir riqueza, crear bienestar en la sociedad, ser fuente de empleo y reducir la pobreza². Para que muchas de estas actividades se desarrollen de modo organizado, ha optado por relacionarse o asociarse con otros individuos mediante formas diversas. Estas asociaciones han implicado el nacimiento de representaciones o entes que permiten que los objetivos de los asociados se materialicen, siempre que medien reglas concretas de funcionamiento. A cambio, los asociados recibirán un porcentaje en ese ente o una rentabilidad entre ellos. Al respecto, indica Cabanellas, «La necesidad unas veces por reacción natural, y la voluntad en otros casos, al servicio sobre todo de la conveniencia, y de índole económica de modo más particular, mueven a los hombres a la concepción de la empresa o a formarlas de manera espontánea»³.

Una de las formas a través de las cuales estos entes pueden desarrollar su objeto es en el sector financiero, concretamente en el mercado de valores o bursátil. Escenario idóneo para colocar o captar recursos del público, esto es, que aquellos que necesitan dinero para poner en marcha sus actividades puedan encontrarlo de quienes tienen excedentes y desean recibir un dividendo por ello. Esta dinámica debe ir acompañada de la confianza que debe tener cada uno de los extremos que intervienen en que el valor que recibe o el que entrega se ajusten a la realidad del mercado y que no estén siendo adulterados o modificados por factores exógenos que pretenden darles un valor diferente al real. Para la protección del mercado, el legislador colombiano tipificó en el Código Penal, entre otras, la conducta de «Manipulación fraudulenta de especies inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios», definida brevemente como aquel comportamiento que tiene como fin, a través de distintos actos, hacer creer al mercado que el valor o instrumento negociado tiene una liquidez que realmente no corresponde a su esencia.

Es así que para profundizar sobre el tipo penal mencionado revisaremos las generalidades del sector financiero, en particular el del mercado de valores, con miras a resaltar la transparencia y confianza que recae en este sector. A su vez, haremos una aproximación al delito, la forma en la que se puede

² Carlos Alberto Fuentes Parrales. «Empresa y responsabilidad social, análisis conceptual». *Revista de Derecho*, n.º 13 (2010). <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=5973561>

³ Álvaro Sánchez. Documento de estudio «La Empresa como Realidad Socioeconómica» del Módulo Administración y Economía de Empresa, de la Maestría Derecho de Empresa UCA 2007/2008.

configurar, quiénes podrían ser sujetos activos del injusto, y si el mismo es suficiente para contener este tipo de comportamientos y proteger al mercado y sus consumidores o si por el contrario se deben tomar medidas adicionales por parte del legislador.

II. Aproximación al sector financiero

Sea lo primero indicar que el sector financiero en Colombia, como lo consagra el artículo 335^[4] de la Constitución Política, es aquel que cobija la actividad financiera, bursátil y aseguradora, entendida como la forma mediante la cual se manejan, aprovechan e invierten los recursos que son captados al público. Esta concepción lleva inmersa una responsabilidad imperceptible, al menos preliminarmente, pero que tiene alcances más profundos. Esto es, el ser un intermediario a través del cual se canalizan los ahorros, es decir, que las unidades superavitarias (excedentes) de los consumidores pueden ser trasladadas en forma directa o indirecta a unidades deficitarias —otros consumidores o empresas— que necesitan fondos o dineros para el desarrollo de determinadas actividades⁵ de inversión, con el pago de un interés o el aumento en el valor del instrumento durante el tiempo que lo mantenga.

Toda esta transferencia de recursos implica la administración y resguardo de los dineros captados, lo que genera una responsabilidad mayor, bajo el entendido de que la institución financiera encargada de conservarlos tiene el deber de administrarlos en parámetros definidos que permitan minimizar el riesgo y no afectar a los consumidores. Por todo lo anterior, este tipo de actividades no pueden ser realizadas por una persona natural o por una persona jurídica que no acredite unas condiciones específicas, sino que están reservadas exclusivamente para entidades vigiladas por el Estado —profesionales de la actividad—.

Sin entrar en la revisión de los requisitos que se necesitan para el desarrollo de esta labor, lo cierto es que la única forma a través de la cual se puede ejecutar la operación financiera es mediante organizaciones (sociedades anónimas) que demuestren responsabilidad, idoneidad, solvencia y una

⁴ Constitución Política de Colombia, Artículo 335. «Las actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos de captación a las que se refiere el literal d) del numeral 19 del artículo 150 son de interés público y sólo pueden ser ejercidas previa autorización del Estado, conforme a la ley, la cual regulará la forma de intervención del Gobierno en estas materias y promoverá la democratización del crédito».

⁵ Luis Fernando López Roca, *El sistema financiero, la igualdad y las actividades de interés público* (Bogotá: Universidad Externado de Colombia, 2012), 43.

situación patrimonial específica. Estas entidades deben asumir una posición para garantizar el correcto manejo de los recursos que se dejan a su disposición, con la toma de decisiones que se ajusten a realidades y no a comportamientos donde se extralimiten sus funciones.

A. Mercado de valores

Como se precisó, una de las maneras en las que se refleja el sector financiero es mediante la actividad bursátil, que es ejecutada en las bolsas de valores de cada país. Estas ofrecen una infraestructura tecnológica y profesional para su negociación, que no es otra cosa más que fomentar la oferta y demanda de valores. Esta actividad se caracteriza por la transferencia de recursos a través de instrumentos negociables («valores») por parte de los inversionistas hacia agentes — sociedades— que tienen una deficiencia de recursos, a quienes se les denomina «emisores»⁶, para buscar financiamiento del público por medio de una oferta pública de valores. Esta figura, que busca condensar las diferentes definiciones que contiene el ordenamiento jurídico, consiste en ofertar valores «a personas no determinadas [...], con el fin de suscribir, enajenar o adquirir documentos emitidos en serie o en masa que otorguen a sus titulares derechos de crédito, participación y tradición o representativos de mercancías»⁷.

B. Transparencia y confianza en el mercado de valores

Una de las características que cubre al sector financiero, así como al mercado de valores, es que los emisores deben compartir datos reales, transparentes, completos y que contengan todos los insumos necesarios para que los inversionistas puedan conocer todos los aspectos jurídicos, contables y financieros que les permitan efectuar su propio análisis para tomar la decisión correcta en materia de inversión pública frente a sus intereses particulares o sus expectativas. Además, estos datos hacen posible que el precio del valor se conforme de manera ajustada para con el mercado y así evitar estar por encima o por debajo de su real valor. Una de las formas que establece el legislador con miras a que esta información sea la correcta es el Sistema Integral de Información del

⁶ Jorge Armando Corredor. «Estructura institucional del mercado de valores». En: *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores* (Bogotá: Universidad Externado de Colombia, 2018), 204.

⁷ D.2555/2010, artículo 6.1.1.1.1., adicionado por el artículo 1. Del Decreto 767 de 2016.

Mercado de Valores (SIMEV)⁸, que se aplica para que el emisor aporte la documentación que compone la sociedad con el fin de que las decisiones tomadas por los inversionistas cuenten con toda la información posible y con la certeza de que esta no ha sido adulterada o modificada. Por ello, la información resulta trascendental en el mercado de valores, pues con esta el inversionista tiene la confianza de que la decisión que toma está basada en datos precisos y que la asignación de recursos y la conformación de precios del valor se generan libres de abuso o fraude y que reflejan la realidad del mercado.

Para mantener la transparencia, el legislador determinó sancionar comportamientos que puedan interferir con el normal desarrollo de este tipo de actividades. Esto se debe a que, si se ve afectada la confianza de quien tiene interés de colocar recurso en el mercado, las inversiones cada día serán más reducidas, lo que conduciría a una economía mucho más débil. Como ejemplo, vale la pena mencionar brevemente el llamado «caso Interbolsa», y revisar las transacciones bursátiles antes y después del descalabro, con miras a determinar si hubo alguna afectación a la confianza del inversor.

Este evento, ocurrido en el año 2012, llevó a la Superintendencia Financiera de Colombia a ordenar la liquidación de la institución debido a los malos manejos de los dineros captados, la falta de rigor, la indebida transmisión de la información y las inversiones que no correspondían a lo ofrecido o informado al cliente, entre otras irregularidades. El caso, haciendo cuentas rápidas, dejó un aproximado de 492 víctimas, entre personas naturales y jurídicas, quienes reclamaron cerca de 254.000 millones de pesos, pero solo recuperaron 65.000 millones, valor que no asciende al 30 % del total perdido⁹.

Al analizar el mercado posterior al año 2012, sin poder afirmar que necesariamente la confianza de los inversionistas se vio afectada por el caso Interbolsa, lo cierto es que sí hubo una reducción considerable en los valores negociados en el mercado. Sobre el punto, señala la Bolsa de Valores

⁸ **D. 2555/2010, artículo 5.1.1.1.1, define** «El Sistema Integral de Información del Mercado de Valores, SIMEV, como “el conjunto de recursos humanos, técnicos y de gestión que utilizará la Superintendencia Financiera de Colombia para permitir y facilitar el suministro de información al mercado

artículo 5.1.1.1.2, conformación. El SIMEV estará conformado así:

a) El Registro Nacional de Valores y Emisores - RNVE, el cual tendrá por objeto inscribir las clases y tipos de valores, así como los emisores de los mismos y las emisiones que estos efectúen, y certificar lo relacionado con la inscripción de dichos emisores, clases y tipos de valores».

⁹ Deicy Pareja, «Estudio del caso Interbolsa: 6 años después». *Pirani*. Octubre 15 de 2020. Actualizado junio 24 de 2024. <https://www.piranirisk.com/es/blog/estudio-del-caso-interbolsa-6-anos-despues>

de Colombia que, en renta fija¹⁰ (una de las formas de negociación en este mercado), durante los años 2010⁽¹¹⁾ y 2011⁽¹²⁾ se venía presentando un crecimiento considerable en la compra y venta de instrumentos. Sin embargo, después del año 2012⁽¹³⁾, curiosamente cuando se presentó el caso en mención, se produjo una reducción permanente que para el año 2015⁽¹⁴⁾ incluso estuvo por debajo de los niveles de 2010 y 2011. Esto demuestra cómo este tipo de comportamientos afectan la confianza del inversor y, por ende, debe ser penalizado, tal y como se llevó a cabo en este caso. No obstante, vale la pena revisar si su penalización es suficiente para proteger el mercado o si se deben tomar medidas adicionales.

III. Manipulación fraudulenta de especies inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios

A. Antecedentes del tipo penal

En cuanto a este tipo penal se refiere, resulta necesario remitirnos al Código Penal de 1980. Su artículo 232 consagró la posibilidad de penalizar conductas cuando de por medio estuvieran valores negociables. Para ello se tomaron como referentes los títulos valores que se encontraban reglados en el Código de Comercio de la época¹⁵. Aun así, la realidad es que el delito no fue definido de forma específica como actualmente aparece en la Ley 599 de 2000. De hecho, su descripción fue

¹⁰ «Se denominan también de contenido crediticio. Incorporan un derecho de crédito, por lo tanto, obligan y dan derecho a una prestación en dinero, es decir, tienen por objeto el pago de moneda. Se denominan de renta fija porque su rentabilidad es una tasa fija de Interés que permanecerá igual durante todo el período de la inversión. Dentro de esta clasificación se encuentran los bonos, CDT, papeles comerciales, aceptaciones bancarias y financieras, etc. Ejemplo de inversiones de renta fija son los activos financieros o títulos valores tales como los bonos, las obligaciones, las letras, y los pagarés; los bienes raíces en alquiler, y los sistemas de ahorros tales como los depósitos a plazo y las cuentas de ahorro. Por lo general, las inversiones de renta fija generan una menor rentabilidad que las inversiones de renta variable, pero presentan un menor riesgo». «Renta fija vs. renta variable». EAFIT, Consultorio Contable. <https://www.eafit.edu.co/escuelas/administracion/consultorio-contable/Documents/C%20RENTA%20FIJA%20Y%20RENTA%20VARIABLE.pdf>

¹¹ \$37.058.787.864

¹² \$39.993.748.583

¹³ \$45.925.053.602

¹⁴ \$32.497.149.961.

¹⁵ Hernando A. Hernández Quintero. «Los delitos contra el orden económico social en el nuevo Código Penal colombiano». *Revista Derecho Penal y Criminología*. 21, n.º 70 (2000) [https://revistas.uexnado.edu.co/index.php/derpen/article/view/1102/1045LosDelitosContraElOrdenEconomicoSocialEnElNuevoCod-5312213%20\(2\).pdf](https://revistas.uexnado.edu.co/index.php/derpen/article/view/1102/1045LosDelitosContraElOrdenEconomicoSocialEnElNuevoCod-5312213%20(2).pdf)

incluida en el tipo penal de pánico económico que compartía elementos similares al actual, donde se castigaban maniobras fraudulentas que tuvieran como fin la alteración de acciones o valores¹⁶.

Posterior a eso, con el fin de actualizar la codificación penal de acuerdo con los comportamientos que se venían presentando en torno a la criminalidad financiera, nació el estatuto actual que consagra la conducta de forma independiente en su artículo 317:

Manipulación fraudulenta de especies inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios:

El que realice transacciones, con la intención de producir una apariencia de mayor liquidez respecto de determinada acción, valor o instrumento inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores o efectúe maniobras fraudulentas con la intención de alterar la cotización de los mismos incurrirá en prisión de treinta y dos (32) a ciento ocho (108) meses y multa hasta de cincuenta mil (50.000) salarios mínimos legales mensuales vigentes. La pena se aumentará hasta en la mitad si, como consecuencia de la conducta anterior, se produjere el resultado previsto¹⁷.

B. Análisis del tipo penal

¹⁶ Juan Fernando Bocanegra. «Aproximación a los delitos contra el sistema financiero» (tesis de pregrado de Derecho, Universidad de Los Andes, 2007). <https://repositorio.uniandes.edu.co/server/api/core/bitstreams/19047fd8-28ea-4e90-83b5-db7ec8c7203b/content#:~:text=existen%20figuras%20como%20el%20hurto,o%20los%20derechos%20de%20autor>

¹⁷ L.599/2000, artículo 317.

Como se dijo, el actual Código Penal (Ley 599 de 2000), concretamente en su artículo 317, estableció de forma independiente este tipo que tiene como fin garantizar un mercado de valores transparente en el cual los inversionistas tengan plena confianza de que el desarrollo de las operaciones se da en el marco natural de su ejercicio diario, y no con comportamientos exógenos ilícitos que lo alteren. Por esta razón, dicha conducta se encargó de proteger el bien jurídico tutelado del orden económico y social que, valga señalar, ha sido definido por la Corte Constitucional así:

La noción de orden público económico hace referencia al sistema de organización y planificación general de la economía instituida en un país. En Colombia, si bien no existe un modelo económico específico, exclusivo y excluyente, el que actualmente impera, fundado en el Estado Social de Derecho, muestra una marcada injerencia del poder público en las diferentes fases del proceso económico, en procura de establecer límites razonables a la actividad privada o de libre empresa y garantizar el interés colectivo. En el sistema político colombiano, el orden público económico 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 arbitrariedades¹⁸.

De la anterior definición se extrae que la intención del legislador con la intromisión del derecho penal en este tipo de conductas tiene como fin garantizar una economía libre, en la que los actores que participen lo hagan con reglas claras. Razón por la que se vio la necesidad de regular los actos que se ejecuten en el interior del mercado de valores. Es así que «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, la honestidad y el correcto comportamiento en el comercio de inversión»¹⁹.

C. Sujeto activo de la conducta

Primeramente, es una conducta que no exige ninguna calificación jurídica, natural o profesional por parte del sujeto que la ejecuta, por lo que, al ser un sujeto activo indeterminado, el tipo penal puede

¹⁸ C. Const. Sentencia C-083 de 1999.

¹⁹ Nataly Macana Gutiérrez. 2014. «Interbolsa y la manipulación fraudulenta de valores inscritos en el registro nacional de valores e intermediarios» (tesis de pregrado en Derecho, Universidad Santo Tomás, 2014) <https://repository.usta.edu.co/bitstream/handle/11634/2665/Macananataly2014.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

ser materializado por cualquier actor. Sin embargo, pese a la configuración legislativa, considero que, en este tipo de conductas el sujeto que la lleva a cabo debe tener conocimientos del sector financiero, del mercado de valores y del funcionamiento de estas operaciones. Estos son comportamientos que revisten complejidad para la mayoría de las personas, no podría desarrollarlos alguien del común, puesto que implican una sofisticación del autor del hecho al momento de desplegar el acto, lo que, en muchos eventos, hace compleja la detección inmediata del injusto, así como su investigación.

D. Sujeto pasivo de la conducta

El sujeto pasivo en este delito es la sociedad en general, en la medida en que lo que se busca proteger es el interés colectivo y que las relaciones económicas se gestionen de forma transparente y con un orden preestablecido. No significa lo anterior que de forma específica no pueda algún sujeto solicitar ser reconocido como víctima cuando resulte afectado; sin embargo, ello dependerá del caso en concreto.

E. Conductas sancionables

El tipo penal tiene como fin sancionar dos comportamientos, **(1) la realización de transacciones que tienen como fin «producir una apariencia de mayor liquidez respecto de determinada acción, valor o instrumento inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores, [y (2) efectuar] maniobras fraudulentas con la intención de alterar la cotización de los mismos»²⁰**. No obstante, me referiré de manera concreta al primero de dichos comportamientos.

Vale la pena mencionar que el tipo penal exige que la conducta recaiga sobre una **acción, valor o instrumento**. Así, con el fin de hacer simple el entendimiento, los tres términos pueden ser condensados en la expresión «valor», que es lo que finalmente se negocia en el mercado organizado. Sobre el punto, la Ley de Valores de los Estados Unidos²¹ define aquello que debe entenderse como «valor». Para esto, genera una lista de instrumentos específicos que se enmarcan en ello: acciones en general, bonos, *debentures*, pagarés, acciones transferibles. Por otro lado, la legislación colombiana, específicamente el artículo 2, de la Ley 964 de 2005, definió valor como:

²⁰ Bocanegra. «Aproximación a los delitos...».

²¹ Securites Act. S2 (a) (I) y la Ley de la Bolsa de Valores [Exchange Act S3 (a) (10)].

todo derecho de naturaleza negociable que haga parte de una emisión cuando tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público, incluyendo los siguientes: las acciones; los bonos; los papeles comerciales; los certificados de depósito de mercancías; cualquier título o derecho resultante de un proceso de titularización; cualquier título representativo de capital de riesgo; los certificados de depósito a términos; las aceptaciones bancarias; las cédulas hipotecarias; cualquier título de deuda pública.

En línea con el punto anterior, una vez se tiene claro qué puede y debe entenderse como valor, vale precisar que la conducta no puede ser desplegada sobre cualquier acción, valor o instrumento. Para su materialización, el valor debe estar inscrito en el Registro Nacional de Valores y Emisores, tras agotar el procedimiento establecido por el legislador. En el caso de las sociedades que saldrán a bolsa, este procedimiento implica remitir a la Superintendencia Financiera de Colombia una solicitud de inscripción suscrita por el representante legal de la sociedad para contar con la autorización para emitir el instrumento que se pretende negociar.

Por ello, solo podemos ajustar al tipo penal los valores que se comercialicen en el mercado bursátil a través de las bolsas de valores, y dejar por fuera aquellos que se negocien en el mercado extrabursátil —*over the counter*, OTC—. Conforme lo señala la Ley 964 de 2005, artículo 50, en su literal H: «admitir o permitir que determinado valor sea ofrecido o negociado en un sistema de negociación de valores sin estar previamente inscrito en el Registro Nacional de Valores y Emisores» consagra una sanción de orden administrativo o podría derivar en otro tipo penal como el agiotaje²².

Como elemento adicional, la finalidad de la conducta consiste en producir una apariencia de mayor liquidez al instrumento, lo que hace necesario cuestionarnos sobre **qué se entiende por liquidez**. Al respecto, la Real Academia Española la ha definido como la «capacidad de hacer frente de

²² Código penal: «Artículo 301. Agiotaje

El que realice maniobra fraudulenta con el fin de procurar alteración en el precio de los artículos o productos oficialmente considerados de primera necesidad, salarios, materias primas o cualesquiera bienes muebles o inmuebles o servicios que sean objeto de contratación incurrirá en prisión de treinta y dos (32) a ciento cuarenta y cuatro (144) meses y multa de sesenta y seis punto sesenta y seis (66.66) a setecientos cincuenta (750) salarios mínimos legales mensuales vigentes.

La pena se aumentará hasta en la mitad, si como consecuencia de las conductas anteriores se produjere alguno de los resultados previstos.

La pena será de cinco (5) años a diez (10) años de prisión y multa de cuarenta (40) a mil (1.000) salarios mínimos legales mensuales vigentes, cuando se trate de medicamento o dispositivo médico».

manera inmediata a las obligaciones financieras»²³. Otros autores, como Harris²⁴, la han definido como «la habilidad para transar grandes cantidades de un activo, de manera rápida, a bajo costo, en el momento que desee».

Lo cierto es que para el estudio del tipo penal que nos convoca resulta acertado traer a colación la teoría de oferta–demanda, que resulta ser la medida más empleada para definir la liquidez. Esta teoría consiste en que, para los mercados financieros, normalmente existe un precio para la compra (precio demandado) y un precio para la venta²⁵ (precio ofrecido), y la liquidez dependerá de que tan rápido lo ofrecido puede ser satisfecho por la compra. Se entiende entonces que mayor liquidez consiste en la facilidad de que la venta de ese instrumento se realice de forma mucho más rápida, lo cual, en sí mismo, no constituye un acto ilícito. Lo que se penaliza es que se pretenda, mediante acciones, simular que dicho instrumento puede ser negociado fácilmente en el mercado cuando realmente no lo es. Por esa razón, el tipo penal castiga la acción o simulación de compra y venta de un valor encaminadas a aumentar su precio de cotización²⁶. En última instancia, es una conducta que sanciona solo la realización del acto, sin que sea necesario un resultado en concreto.

IV. Tipificación de la conducta: ¿es suficiente para proteger el mercado?

Uno de los grandes problemas que surgen frente al delito objeto de estudio consiste en si el derecho penal podría llegar a tener una reacción oportuna frente a este tipo de comportamientos, ligado a la comprobación del injusto penal en un proceso de este orden. Esto de acuerdo con la idea de que las negociaciones son actos propios del mercado bursátil, y por ello todos los días se

²³ Tomado de la Real Academia de la Lengua Española: <https://www.rae.es/diccionario-estudiante/liquidez>

²⁴ Larry Harris. *Trading and exchanges: Market microstructure for practitioners* (New York: Oxford University Press, 2003).

²⁵ Diego Alonso Agudelo Rueda. *La liquidez en los mercados Accionarios en Colombia: ¿Cuánto hemos avanzado en los últimos 10 años?* (Bogotá: Universidad Pontificia Javeriana, 2010). <http://hdl.handle.net/10784/7659>

²⁶ Martha Liliana Jaimes Arias y Daniel Felipe Medina Pedraza F. «La manipulación de especies en el mercado de valores» (tesis de pregrado en Derecho, Pontificia Universidad Javeriana, 2015), 58. <https://repository.javeriana.edu.co/bitstream/handle/10554/34398/JaimesAriasMarthaLiliana2015.pdf?sequence=1>

presentan acciones que tienen como fin la compra o venta de estos instrumentos. Por lo anterior, cuando las autoridades de orden penal pretenden abrir la investigación y se dan cuenta de que en determinado caso la liquidez del instrumento no corresponde al giro natural del mercado, sino a una manipulación, lo más probable es que las acciones estén en cabeza de un consumidor que vio una oportunidad de negocio en un instrumento que, de hecho, no transmitía su valor real al mercado.

Para la muestra, en Colombia, uno de los casos que mayor connotación ha tenido es el de Interbolsa, comisionista de Bolsa, mencionada anteriormente, y su relación con la sociedad Fabricato (empresa textilera). A través de este caso se desarrollaron operaciones que tenían como fin adquirir acciones de Fabricato, lo que generó que el valor de su acción comenzara a subir en el mercado y alcanzara incluso un incremento del 214 % para el año 2011, pese a que el mercado textilero estaba experimentando pérdidas. Esto denotaba una alteración en su valor real que posteriormente se vio reflejada en un descalabro de las acciones, lo que golpeó al consumidor e inversionista. Ante esto, la Superintendencia Financiera, en mi criterio, de forma tardía, intervino a la sociedad el 1 de noviembre de 2012. Posteriormente, se iniciaron procesos de orden penal ante la Fiscalía General de la Nación, que tampoco tuvieron los resultados esperados.

El anterior panorama nos lleva a reflexionar si el derecho penal, que si bien es la última medida adoptada por el legislador para contener los riesgos sociales, es el mecanismo idóneo para contener este tipo de conductas, o si, por el contrario, se deben tomar medidas adicionales que tengan como fin monitorear este tipo de acciones con miras a actuar con rapidez para generar una protección al consumidor. Al respecto, soy un convencido de que incorporar este tipo penal en nuestra legislación es necesario para que el mercado tenga mayor transparencia y para mantener la economía en orden; sin embargo, no se puede desconocer que cuando interviene el *ius puniendi* es probable que la transparencia de mercado se vea permeada y, como resultado, la afectación al inversionista se haya materializado, lo que implica una reacción un poco tardía frente al problema.

Para esto, desde mi perspectiva, resulta imprescindible adoptar dos tipos de medidas. La primera, consistente en crear conciencia en los actores del mercado con miras a que se denuncien este tipo de hechos de forma inmediata. La segunda, relacionada con la necesidad de articular tres instituciones que a través de un trabajo articulado podrían brindar una mayor protección al mercado y, en consecuencia, prevenir la comisión de este delito sin que recaiga exclusivamente en el derecho

penal. Estas instituciones serían el Autorregulador del Mercado de Valores²⁷, la Superintendencia Financiera y la Fiscalía General de la Nación (FGN). El Autorregulador del Mercado de Valores, aunque es una organización de carácter privado, tiene la capacidad, por su especialidad y función, de generar alertas urgentes que deben ser trasladadas a la Superintendencia Financiera, encargada de la supervisión y vigilancia de los operadores del mercado de valores. Internamente, esta autoridad deberá efectuar un análisis para establecer si las conductas desarrolladas solo trascienden a la órbita de la responsabilidad administrativa o si, por el contrario, revisten características de delito y, así, solicitar a la Fiscalía General de la Nación la respectiva investigación. Con esto, la FGN, a través de sus organismos de investigación, determinará si es necesario abrir un proceso penal o no.

Alternamente, y con el fin de profundizar, otra de las formas a través de las que se puede mitigar este tipo de conductas previo a la intromisión del derecho penal es por medio de normas de buen gobierno corporativo. Estas normas están tomando gran relevancia en las organizaciones y tienen como fin, según señala la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) en su versión de Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y G20 (2023),

...dar respuesta al creciente papel de los inversores institucionales mediante el fomento de códigos de buenas prácticas y la revelación de conflictos de intereses por parte de los servicios de asesoramiento, como los asesores de voto y los proveedores de índices basados en datos ambientales, sociales y de gobernanza. También contienen nuevas recomendaciones que reflejan la creciente importancia de la deuda de las empresas y el papel de los obligacionistas en los mercados de capitales».

Es así como la articulación de varios puntos —interno, externo y estatal— permite contar con un mercado más robusto que tiene como fin la prevención de conductas delictivas de orden penal. En esencia, la clave está en contar con una correcta autorregulación mediante mecanismos internos de prevención que estén de la mano con las autoridades de orden administrativo para reaccionar de forma pronta ante las irregularidades que puedan presentarse en el mercado. Solo cuando estos mecanismos no funcionen debería recurrirse al derecho penal.

²⁷ Autorregulador del Mercado de Valores: «Es una organización de carácter privado, sin ánimo de lucro, que regula, monitorea, disciplina, y profesionaliza el mercado de valores colombiano. Trabaja junto con los intermediarios del mercado de valores y divisas, y en coordinación con las autoridades estatales, para promover las buenas prácticas, proteger a los inversionistas y darle transparencia al mercado». <https://amvcolombia.org.co/>

V. Conclusiones

Hemos podido percibir que el sector financiero, en general, se funda en la transparencia de las negociaciones, lo que permite imprimir mayor dinamismo en las operaciones que se concretan en el día a día. Por esta razón, cualquier acto que afecte esa confianza puede generar una desaceleración al proceso negocial en dichos mercados, que se refleja en una economía mucho más lenta que repercute en la sociedad en general. En consecuencia, si bien el legislador configuró un tipo penal que tiene como fin proteger al mercado de operaciones ficticias que pueden alterar el orden económico y defraudar la confianza del inversionista, no es suficiente, ya que la reacción del *ius puniendi* podría llegar cuando el injusto se ha materializado, por ende, resultaría tardía, lo que exige una articulación entre el Autorregulador del Mercado de Valores, la Superintendencia Financiera como autoridad de orden administrativo y la Fiscalía General de la Nación como titular de la acción penal.

El tipo penal analizado, si bien no exige condiciones especiales para el sujeto activo, suele ser ejecutado por individuos con conocimientos sobre el funcionamiento de las bolsas de valores y las transacciones que allí se desarrollan. Esto exige un mayor control por parte de las autoridades que protegen al sector. La situación no corresponde a una criminalidad común, sino a una acción sofisticada por parte del autor. Lo mismo debe esperarse de quien investiga el hecho, pues debe contar con insumos y herramientas suficientes para poder judicializar este tipo de comportamientos.

Adicionalmente, es necesario dejar claro que lo sancionado por el legislador no es la liquidez que pueda mostrar el valor, si esta tiene origen en las negociaciones naturales que se dan en el mercado. El reproche penal es que, mediante actos ficticios, se busque simular liquidez o posibilidad de venta inmediata a un título que realmente no las tiene. Esto, a la postre, genera mayor complejidad al momento de investigar la conducta o de judicializarla, ya que se deben diferenciar los actos o negociaciones naturales en el instrumento de aquellos que tienen como fin crear una apariencia de mayor liquidez. Por esto, resulta indispensable una articulación entre la autoridad de orden penal con la de orden administrativo.

VI. Bibliografía

Agudelo Rueda, Diego Alonso. *La liquidez en los mercados Accionarios en Colombia: ¿Cuánto hemos avanzado en los últimos 10 años?* Bogotá: Universidad Pontificia Javeriana, 2010.
<http://hdl.handle.net/10784/7659>

Bocanegra, Juan Fernando. «Aproximación a los delitos contra el sistema financiero». Tesis de pregrado de Derecho, Universidad de Los Andes, 2007,
<https://repositorio.uniandes.edu.co/server/api/core/bitstreams/19047fd8-28ea-4e90-83b5-db7ec8c7203b/content#:~:text=existen%20figuras%20como%20el%20hurto,o%20los%20derechos%20de%20autor>.

Corredor, Jorge Armando. «Estructura institucional del mercado de valores». En: *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*. Bogotá: Universidad Externado de Colombia, 2018.

Fuentes Parrales, Carlos Alberto. «Empresa y responsabilidad social, análisis conceptual». *Revista de Derecho*, n.º 13 (2010). <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=5973561>

Harris, Larry. *Trading and exchanges: Market microstructure for practitioners*. New York: Oxford University Press, 2003.

Hernández Quintero, Hernando A. «Los delitos contra el orden económico social en el nuevo Código Penal colombiano». *Revista Derecho Penal y Criminología* 21, n.º 70 (2000)
[https://revistas.uexternado.edu.co/index.php/derpen/article/view/1102/1045LosDelitosContraElOrdenEconomicoSocialEnElNuevoCod-5312213%20\(2\).pdf](https://revistas.uexternado.edu.co/index.php/derpen/article/view/1102/1045LosDelitosContraElOrdenEconomicoSocialEnElNuevoCod-5312213%20(2).pdf)

Jaimes Arias, Martha Liliana y Daniel Felipe Medina Pedraza F. «La manipulación de especies en el mercado de valores». Tesis de pregrado en Derecho, Pontificia Universidad Javeriana, 2015.
<https://repository.javeriana.edu.co/bitstream/handle/10554/34398/JaimesAriasMarthaLiliana2015.pdf?sequence=1>

«Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y G20 (2023)». *OECD*. 6 de abril de 2024.
https://www.oecd.org/es/publications/principios-de-gobierno-corporativo-de-la-ocde-y-del-g20-2023_fb38c737-es.html

López Roca, Luis Fernando. *El sistema financiero, la igualdad y las actividades de interés público*. Bogotá: Universidad Externado de Colombia, 2012.

Macana Gutiérrez, Nataly. «Interbolsa y la manipulación fraudulenta de valores inscritos en el registro nacional de valores e intermediarios». Tesis de pregrado en Derecho, Universidad Santo Tomás, 2014
<https://repository.usta.edu.co/bitstream/handle/11634/2665/Macananataly2014.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

«Renta fija vs. renta variable». *EAFIT, Consultorio Contable*.
<https://www.eafit.edu.co/escuelas/administracion/consultorio-contable/Documents/C%20RENTA%20FIJA%20Y%20RENTA%20VARIABLE.pdf>

Sánchez, Álvaro. Documento de estudio «La Empresa como Realidad Socioeconómica» del Módulo Administración y Economía de Empresa, de la Maestría Derecho de Empresa UCA 2007/2008.

Colombia. Jurisprudencia y citación legal

Constitución Política de Colombia, Artículo 335.

Corte Constitucional. Sentencia C-083 de 1999

Decreto 2555 de 2010, artículo 6.1.1.1.1., adicionado por el artículo 1. Del Decreto 767 de 2016

Decreto 2555 de 2010, artículo 5.1.1.1.1

Ley 599 de 2000, artículo 317.