

AUTORREGULACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES EN COLOMBIA: ANÁLISIS DE SU ASPECTO DISCIPLINARIO*

EVER LEONEL ARIZA-MARÍN**

RESUMEN

La autorregulación en el mercado de valores es un esquema organizado que ha facilitado notoriamente la actividad de los intermediarios de valores. En Colombia se creó el Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia (AMV), encargado de tres funciones otorgadas por ley, a saber: la de regulación, la de supervisión y la disciplinaria. Posteriormente, asumió también la función de certificación de los profesionales del mercado. Este artículo se centra en la actividad disciplinaria, que consiste primordialmente en adelantar procesos disciplinarios en contra de los intermediarios y/o las personas naturales vinculadas a los mismos cuando incumplen las normas aplicables. Se hace un breve análisis de los aspectos más importantes, empezando por los principios orientadores, la finalidad del proceso, la dinámica y las etapas del mismo, además de precisar los diversos tipos de sanciones que han sido consagrados por ley, las decisiones finales en los procesos y la posibilidad de tener un Acuerdo de Terminación Anticipada (ATA). Por último, se plantean las debilidades y los retos de la función disciplinaria de la autorregulación en Colombia. En síntesis, el artículo hace énfasis en la idea de que la actividad disciplinaria es esencial en cualquier esquema de autorregulación, ya que contribuye a preservar la estabilidad del mismo.

Palabras clave autor: autorregulación, organismo autorregulador, función disciplinaria, proceso disciplinario, acuerdos de terminación anticipada, sanciones.

Palabras clave descriptor: bolsa de valores, función judicial, proceso disciplinario, Sanciones administrativas.

Clasificación JEL: E5, K41, K41, K1.

Fecha de recepción: 4 de noviembre de 2009
Fecha de aceptación: 20 de noviembre de 2009

* Artículo de revisión que elabora el autor en materia de derecho bursátil y regulación económica, enmarcado dentro de su experiencia docente del área y su ejercicio profesional en el mercado de valores.

** Especialista en Derecho Financiero y Bursátil y en Negocios Transnacionales de la Universidad Externado de Colombia. Abogado de la Pontificia Universidad Javeriana. Actualmente es el Director Legal y Disciplinario del Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia (AMV). Profesor en programas de Postgrado en la Pontificia Universidad Javeriana, Universidad Sergio Arboleda y en el curso de operación bursátil de Asobursátil. Se desempeñó como Asesor de la Superintendencia de Valores, Vicepresidente Jurídico y Secretario General de la Fiduciaria Empresarial, Asesor y miembro externo del Consejo Directivo de la Bolsa de Bogotá S.A., Miembro de la Junta Asesora de la liquidación de la Bolsa de Bogotá, Asesor y Director del Grupo Jurídico del Área de Supervisión de la Bolsa de Valores de Colombia. Las opiniones expresadas en este artículo son responsabilidad personal del autor y no comprometen a AMV ni son la posición oficial de AMV ni de ninguno de sus directivos o funcionarios. Contacto: lariza@amvcolombia.org.co

SELF REGULATION IN THE SECURITIES MARKET IN COLOMBIA: ANALYSIS OF ITS DISCIPLINARY COMPONENT

ABSTRACT

Self-regulation in the securities market is an organized structure which facilitates the securities intermediaries' performance. In Colombia, the Self Regulatory Organization of the Securities Market of Colombia was created to take control of three functions established by law: regulation, supervision and discipline enforcement actions. Subsequently, assumed as well professional certification within the market. This paper focuses on disciplinary action, which basically consists of filing disciplinary procedures against intermediaries and / or individuals linked to securities intermediaries when they breach the existing regulations. The article briefly describes the principal aspects of disciplinary action: guiding principles, aims, dynamics and steps. It also specifies the type of sanctions determined by law, the final decisions in the processes and the possibility of having an Early Termination Settlement. Finally, it presents disciplinary action functions' weaknesses and challenges within self-regulation in Colombia. In synthesis, the article emphasizes on the idea that disciplinary action is essential in any self-regulation scheme, since it contributes to the preservation of its own stability.

Key words author: Self-regulation, Self Regulatory Organization, Disciplinary Action, Disciplinary Procedures, Early Termination Settlement, Sanctions.

Key word plus: Stock-exchange, Judicial process, Disciplinary procedure, Sanctions, Administrative

JEL Classification: E5, K41, K41, K1.

AUTORÉGULATION DANS LE MARCHÉ DES VALEURS EN COLOMBIE: ANALYSE DE SON ASPECT DISCIPLINAIRE

RÉSUMÉ

L'autorégulation dans le marché des valeurs est un schéma organisé qui a manifestement facilité l'activité des intermédiaires de Valeurs. En Colombie, on a créé l'Autorégulateur du Marché des valeurs de la Colombie qui est chargé de trois fonctions accordées par la loi, à savoir: celle de règlementateur, celle de superviseur et celle de la discipline. Postérieurement, il a assumé aussi la fonction de certificateur des professionnels du marché. Cet article se centre sur l'activité disciplinaire, qui consiste primordiallement à avancer des processus disciplinaires contre les intermédiaires et/ou les personnes naturelles liées à ces derniers quand ils négligent les normes applicables. On fait une brève analyse des aspects les plus importants, en commençant par des principes orienteurs, la finalité du processus, la dynamique et les étapes de ce dernier, en plus d'énoncer le type de sanctions qui ont été consacrées par la loi, les décisions finales dans les processus et la possibilité d'avoir un Accord de Finalisation Anticipée. Finalement, on présente les faiblesses et les défis de la fonction disciplinaire de l'autorégulation en Colombie. En synthèse, l'article fait une emphase sur l'idée que l'activité disciplinaire est essentielle dans tout schéma d'autorégulation, puisqu'elle contribue à préserver la stabilité de ce dernier.

Mots clés auteur: autorégulation, organisme autorégulateur, fonction disciplinaire, Processus disciplinaire, Accords de Finalisation Anticipée, sanctions.

Most clés descripteur: bourse des valeurs, fonction judiciaire, processus disciplinaire, sanctions administratives.

Classification JEL: E5, K41, K41, K1.

Sumario: Introducción. 1. Aspectos generales de la autorregulación. 2. Aspectos disciplinarios de la autorregulación. 3. Debilidades de la función disciplinaria de la autorregulación en Colombia. 4. Retos en materia disciplinaria. Conclusiones. Bibliografía.

INTRODUCCIÓN

La autorregulación en el mercado de valores colombiano comenzó a ser obligatoria a partir del 8 de julio de 2006, según lo dispuesto en la Ley Marco del Mercado de Valores –Ley 964 de 2005–¹, en adelante la Ley o la Ley de Valores. El artículo 25 de dicho ordenamiento estableció esa obligación a cargo de los intermediarios de valores, como condición *sine qua non* para poder operar en el mercado.

Hasta ese entonces las entidades que habían contado con esquemas de autorregulación en este sector de la economía eran las bolsas de valores, con un espectro de competencia limitado a las sociedades comisionistas miembros de la respectiva bolsa. Históricamente², por tanto, en Colombia existieron modelos de autorregulación desde la creación de la Bolsa de Bogotá en 1928³.

Sin embargo y en consideración a que el mercado colombiano cambió su estructura con el correr de los años, en particular con la aparición de otros intermediarios de valores distintos a las tradicionales sociedades comisionistas de bolsa, se produjo un arbitraje regulatorio entre intermediarios, en la medida en que sólo un tipo de ellos –las comisionistas de bolsa– tenían esquemas de autorregulación. Entre otras razones, ello condujo a que la Ley hiciera extensiva la obligación de autorregulación a todos los tipos de intermediarios existentes⁴.

La Ley señaló que la autorregulación podría seguirse llevando a cabo por las bolsas de valores o por otros organismos creados con ese propósito, lo cual dio lugar a la creación de un autorregulador único para el mercado de valores denominado Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia (AMV).

1 “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”.

2 La evolución de la Autorregulación en Colombia puede consultarse en: E.L. Ariza, *La Autorregulación en el Mercado de Valores en Colombia*, Revista Iberoamericana de Mercados de Valores, Julio de 2007, p. 39.

3 La Bolsa de Bogotá se fundó en 1928. Contaba dentro de su estructura con una Cámara Disciplinaria encargada de sancionar a los comisionistas de bolsa y resolver controversias entre éstos o entre éstos y sus clientes.

4 Para el momento de la expedición de la Ley 964, en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios de la Superintendencia de Valores se encontraban registrados como intermediarios de valores: 40 Sociedades Comisionistas de Bolsa, 24 Bancos, 35 Fiduciarias, 6 Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión, 5 Compañías de Seguros (Generales y de Vida), 6 Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías, 91 Corredores de Valores (Personas Jurídicas) y 104 Fondos Mutuos de Inversión.

Después de transcurridos tres años de entrada en vigencia del esquema obligatorio de autorregulación para todos los intermediarios de valores, se efectuará un análisis general de la estructura de ese tipo de autorregulación en Colombia, centrandolo en el enfoque en el aspecto disciplinario al cual he estado estrechamente vinculado.

1. ASPECTOS GENERALES DE LA AUTORREGULACIÓN

1.1. LA AUTORREGULACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES EN COLOMBIA

1.1.1. DEFINICIÓN

La Ley de Valores no definió lo que es la autorregulación, pero con base en ella podríamos señalar que se trata de un esquema organizado que permite a los intermediarios de valores –o a otro grupo de agentes de una economía⁵ dictarse sus propias reglas de actuación y de conducta⁶. La efectividad del esquema requiere la creación de unos mecanismos de supervisión para establecer si los sujetos de la autorregulación están ajustando sus actuaciones a las normas establecidas, como también el establecimiento de unos procedimientos disciplinarios para sancionar a quienes resulten infractores de dichas normas⁷. La estructura y el funcionamiento general del esquema de autorregulación deben respetar los parámetros establecidos por la Ley.

1.1.2. FUNCIONES

La Ley establece que la autorregulación comprende tres funciones básicas⁸:

1. La de regulación o normativa, consistente precisamente en la expedición de las normas que establecen los intermediarios para regular y hacer más adecuada su actividad. Esas normas formalmente están contenidas en Reglamentos.

5 Aquí nos referimos exclusivamente a la autorregulación en el mercado de valores y a su alcance en Colombia según la ley de valores. Sobre los distintos significados y alcances jurídicos de la expresión “autorregulación” a nivel mundial y en otros sectores puede consultarse, entre otros: A, Ogus, *Rethinking Self-Regulation*, *Oxford Journal Of Legal Studies*. (1995); J, Steve Pardo, *Autorregulación, Génesis y Efectos* (Aranzadi, Pamplona, 2002); M, Darnaculleta Gardella, *Autorregulación y Derecho Público: La autorregulación regulada* (Marcial Pons, Madrid, 2005).

6 Sobre los fundamentos teóricos que justifican la existencia de mecanismos de autorregulación en el ámbito de la empresa privada y actividades de particulares, véase el interesante trabajo de L, Arroyo Jiménez. *Autorregulación y Sanciones, Capítulo III Liberalismo vs. Neocorporativismo: Los discursos de la Autorregulación como Discursos Legitimantes*, 19-22, (Lex Nova, Valladolid, 2008).

7 La Corte Constitucional, mediante Sentencia C-692 de 2007, definió la autorregulación “(...) como el instrumento mediante el cual grupos de individuos y agentes de cualquier negocio o industria, con base en la autonomía que el ordenamiento les reconoce, acuerdan unas pautas de conducta o un marco jurídico de deberes y obligaciones recíprocas, cuyo incumplimiento tiene repercusiones de diversa naturaleza.”

8 Ver. Artículo 24 de la Ley 964 de 2005.

2. La de supervisión, que consiste en la creación de esquemas de monitoreo y vigilancia de las actividades y operaciones realizadas por los intermediarios, con el propósito de verificar si aquellos están cumpliendo los Reglamentos y demás normas del mercado de valores.
3. La disciplinaria, que tiene como propósito sancionar las malas prácticas de mercado y a los infractores de las normas establecidas⁹.
4. Con posterioridad a la expedición de la Ley de Valores, a los organismos autorreguladores se les asignó adicionalmente la función de certificación¹⁰, la cual comprende dos aspectos: por una parte, la realización de exámenes de idoneidad profesional a quienes aspiren a realizar actividades de intermediación como personas naturales vinculadas a los intermediarios de valores, y por la otra, la verificación de antecedentes de dichas personas con el propósito de determinar si no están incurso en alguna de las causales establecidas en la ley para negar la certificación¹¹.

1.1.3. NATURALEZA

La autorregulación en Colombia es una función de naturaleza privada¹², no pública, así implique la imposición de sanciones a los autorregulados en desarrollo de la actividad disciplinaria¹³. La Corte Constitucional, mediante Sentencia C-692 de 2007, señaló que

La autorregulación es, entonces, una institución que tiene su fuente originaria en el campo del derecho privado y que encuentra un claro fundamento de principio en la autonomía de la voluntad privada, entendida ésta como la ‘facultad reconocida por el ordenamiento positivo a las personas para disponer de sus intereses con efecto vinculante y, por tanto, para crear derechos y obligaciones, con los límites generales del orden público y las buenas costumbres, para el intercambio de bienes y servicios o el desarrollo de actividades de cooperación¹⁴.

9 De acuerdo con la Ley de Valores, un organismo autorregulador puede prestar todas o algunas de las funciones mencionadas. Sin embargo, para que un intermediario se entienda autorregulado debe ser sujeto de las tres funciones.

10 Toda la normativa relativa a la certificación de profesionales del mercado de valores puede consultarse en los Decretos 3139 de 2006 y 4668 de 2007. Para el caso particular de AMV, las disposiciones atinentes a este tema se encuentran recogidas en el libro 4 del Reglamento.

11 Las situaciones que conllevan la negación de la certificación están contenidas actualmente en el artículo 1.1.4.8 de la Resolución 400 de 1995, modificado por el Decreto 4668 de 2007.

12 Así lo señaló expresamente el párrafo 2º del artículo 25 de la Ley 964 de 2005.

13 Es posible que en algunos esquemas de autorregulación exista delegación de funciones públicas en organismos autorreguladores creados por particulares, o que se entienda que existe una publicación de la autorregulación cuando ésta asume aspectos que corresponde regular y supervisar al Estado. Sobre este tema puede consultarse: L. Arroyo Jiménez, *Autorregulación y Sanciones, Capítulo 1 Introducción a la Autorregulación*, 19-38, (Lex Nova, Valladolid, 2008).

14 Dijo igualmente la Corte lo siguiente:

Esta Corporación ha señalado que, aun cuando en Colombia, al igual que sucede en otros países, la Constitución no se refiere de manera expresa a la autonomía de la voluntad privada, ella se deduce de los derechos

Adicionalmente, la autorregulación está considerada como una actividad propia del mercado de valores, sujeta a los términos y condiciones establecidas por la ley y los decretos que expida el gobierno nacional¹⁵.

1.1.4. ORGANISMOS AUTORREGULADORES

Los Organismos Autorreguladores (OA) son los que, en los términos de la Ley de Valores, realizan la actividad de autorregulación en Colombia. En materia de requisitos de constitución la ley fijó unos criterios muy amplios, permitiendo incluso que entidades ya constituidas con otros fines, como los gremios y las asociaciones de profesionales, pudieran convertirse en organismos autorreguladores¹⁶. No obstante, como se señaló anteriormente, en Colombia se optó por la creación de un nuevo organismo dedicado a la actividad de autorregulación, denominado AMV.

a la libertad y el libre desarrollo de la personalidad, expresamente consagrados en los artículos 13 y 16 de la Carta, siendo éstos los que sirven de fundamento para afirmar que se le reconoce a las personas la posibilidad de obrar según su voluntad, de autorregularse, siempre que con su proceder no atente contra el orden jurídico preestablecido y los derechos de los demás. Acorde con lo expresado, también la jurisprudencia ha declarado que existen otros derechos, amparados constitucionalmente, cuyo ejercicio supone la autonomía de la voluntad, tal y como ocurre con los derechos a la personalidad jurídica (C. P., art. 14), a la libre asociación (C. P., art. 38), a la iniciativa privada y a la libertad económica (C. P., art. 333), entre otros, los cuales están llamados a garantizarse dentro de los límites y en los términos fijados por el propio ordenamiento jurídico (...).

15 Ver. Artículos 3 y 4 de la Ley 964 de 2005.

16 Los requisitos señalados en el artículo 26 de la Ley, son los siguientes:

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

1.1.5. SUPERVISIÓN ESTATAL

Por disposición de la Ley los OA están sometidos a la supervisión estatal, en este caso realizada por la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC)¹⁷. Esta supervisión implica la verificación de que dichos organismos cumplan con las normas que rigen la autorregulación. Adicionalmente, como manifestación de la intervención estatal en la autorregulación, la SFC autoriza previamente los reglamentos de los OA y sus modificaciones.

Como se observa, la autorregulación existente en Colombia está sujeta a los lineamientos establecidos por las normas vigentes¹⁸ y es objeto de intervención y supervisión estatal. Doctrinariamente este tipo de autorregulación se conoce como autorregulación regulada¹⁹. Algunos la consideran como un mecanismo de “*intervencionismo a distancia*” basado en la “*cooperación entre los poderes públicos, sujetos regulados y otros agentes sociales (sindicatos, ONGs...) con el fin no solo de generar o perfilar normas de comportamiento, sino también encargarse de su enforcement*”²⁰.

1.1.6. COORDINACIÓN ENTRE LOS OA Y LA SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA –SFC–

Según se dijo, la autorregulación está considerada legalmente como una función privada, en contraste con la que realiza la SF, que es una función pública²¹. La diferencia existente entre la naturaleza jurídica de las funciones de estas dos entidades conlleva a que ambas puedan realizar las mismas actividades en los mercados sin que técnicamente exista duplicidad de funciones²². Esta misma característica permite

17 La Superintendencia de Valores se fusionó con la Superintendencia Bancaria en noviembre 25 de 2005 mediante Decreto 4327, dando nacimiento a la actual Superintendencia Financiera, encargada de la inspección, vigilancia y control del sector financiero, asegurador y de valores.

18 Actualmente la regulación está contenida en la Ley 964 de 2005 y en su Decreto Reglamentario 1565 de 2006.

19 De acuerdo con la Sentencia C-692 de 2007, ya citada, “Es importante destacar que la autorregulación en Colombia es de naturaleza regulada pues es controlada e instrumentalizada por el legislador, y el Estado a través de la Superintendencia Financiera de Colombia monitorea la actividad de quienes cumplen funciones de autorregulación”.

20 A, Nieto Martín, *Responsabilidad social, gobierno corporativo y autorregulación: sus influencias en el derecho penal de la empresa*. 5 *Polít. crim.*, A3-5, 1-18. (2008). Disponible en: [http://www.politicacriminal.cl/n_05/a_3_5.pdf]

21 La Superintendencia Financiera de Colombia, como delegada del Presidente de la República de acuerdo con el artículo 189 numeral 24 de la Constitución Política, tiene básicamente la función de policía administrativa en el mercado de financiero, asegurador y de valores. En ese sentido, realiza supervisión sobre las entidades sujetas a su inspección y vigilancia permanente. La estructura y funciones de dicha superintendencia pueden consultarse en el Decreto 4327 de 2005.

22 La propia Corte Constitucional lo señaló expresamente en la Sentencia C-692 de 2007, al indicar lo siguiente:
(...) quien es titular de la función pública de inspección, vigilancia y control sobre la actividad bursátil, a la luz de la Ley 964 de 2005, es la Superintendencia Financiera de Colombia, en representación del Gobierno Nacional. Frente al mecanismo de autorregulación previsto en la citada ley no hay delegación, ni tampoco

superar discusiones en materia disciplinaria, en razón a que las dos entidades pueden sancionar a las mismas personas y por los mismos hechos sin que se presente violación al principio de *non bis in idem*²³. No obstante, si en la práctica las dos entidades hacen lo mismo, es evidente que se va a presentar un desgaste innecesario de recursos tanto para la SFC y los OA, como también para los propios intermediarios de valores.

Por esta razón y con el propósito de mejorar la supervisión de los mercados y hacer más efectiva la represión de las malas prácticas, debe existir coordinación de actividades entre la SFC y los OA. La propia ley y su Decreto Reglamentario 1565 de 2006 establecen la necesidad de que la SF y los OA firmen memorandos de entendimiento que tengan como objetivo, entre otros,

determinar las actividades de supervisión sobre la actividad en las bolsas de valores y en los sistemas de negociación, respecto de las cuales el organismo autorregulador será el encargado de surtir su labor de control y monitoreo permanente, sin perjuicio de que en cualquier tiempo dicha Superintendencia pueda entrar a verificar que estas actividades se desarrollan dentro del marco legal aplicable²⁴.

Sobre los memorandos de entendimiento se profundizará en el numeral 1.2.2.

1.2. EL AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES DE COLOMBIA —AMV—

AMV se constituyó el 12 de junio de 2006 y actualmente es el único OA existente en Colombia. Es una entidad privada, sin ánimo de lucro y sujeta a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera²⁵. La entidad fue constituida por los gremios que agrupan a la mayoría de intermediarios del mercado de valores colombiano²⁶ y contó con un capital inicial de un millón de pesos. No obstante, a corte del 31 de diciembre de 2008 su patrimonio ascendió a \$ 2.356 millones.

duplicidad de funciones, pues unos y otros transitan por senderos jurídicos sustancialmente distintos. La actividad que desarrolla la Superintendencia Financiera responde al cumplimiento de una función pública definida directamente en la Constitución y la ley, mientras que la labor desarrollada por el ente autorregulador se desenvuelve en el escenario del derecho privado, aunque dentro del marco del ordenamiento jurídico, por tratarse de una actividad de interés público.

23 Principio consagrado en el artículo 29 de la Carta Política, según el cual nadie puede ser juzgado dos veces por el mismo hecho. Existe abundante jurisprudencia sobre este principio. Entre otras pueden consultarse las sentencias C-181 de 2002 y T-162 de 1998 de la Corte Constitucional.

24 Ver Artículo 30 del Decreto 1565 de 2006.

25 La estructura y organización administrativa de AMV puede consultarse en: http://www.amvcolombia.org.co/commons/popup.php?../objects/data/b_20070326153120.jpg

26 Asobancaria (bancos y corporaciones financieras), Asofondos (Sociedades Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías), Asobolsa (Sociedades Comisionistas de Bolsa) y Asofiduciarias (Sociedades Fiduciarias).

Para considerarse autorregulados y cumplir de esa forma la Ley, los intermediarios de valores deben ser admitidos previamente como miembros de AMV²⁷. A corte del 30 de octubre de 2009, AMV contaba con 118 miembros (ver Tabla N°. 1), distribuidos de la siguiente forma:

TABLA N° 1
Miembros de AMV

Tipo de miembro	Miembros
Sociedades comisionistas de bolsa	29
Bancos	17
Fiduciarias	24
Aseguradoras	13
Compañías de financiamiento comercial	10
Administradora fondos pensiones y cesantías	6
Instituciones especiales oficiales	5
Corporaciones financieras	3
Capitalizadoras	3
Entidades públicas	3
Administradora fondos de inversión	3
Sociedades comisionistas independientes	0
Otros	2
Total	118

Fuente: elaboración propia con base en la información suministrada por AMV.

1.2.1. FUNCIONES DE AMV

1.2.1.1. Función normativa

La función normativa está a cargo del Consejo Directivo de AMV²⁸. Para la expedición de Reglamentos o modificaciones a los Reglamentos existentes, AMV cuenta con un procedimiento tendiente a garantizar la participación de la industria, de forma que ésta pueda pronunciarse sobre los proyectos de regulación antes de que los mismos sean aprobados por el Consejo Directivo y sometidos a consideración de la SFC. Esto se logra a través de la realización periódica de comités de industria²⁹ y

27 Existen miembros clase A y clase B. Con fecha de corte a 30 de octubre de 2009, los miembros clase A ascendían a 39, y los de clase B a 79.

28 El Consejo Directivo está compuesto por 10 miembros, de los cuales 5 son representantes de los intermediarios y 5 son independientes. Los períodos y forma de elección de los miembros del Consejo están regulados por los artículos 24 al 26 y 33 de los estatutos de AMV.

29 A 30 de junio de 2009 existe un Comité de Renta Fija y un Comité de Renta Variable. Las normas relativas a dichos comités están contenidas en los artículos 13 y siguientes del Reglamento de AMV.

de la publicación para comentarios de todos los proyectos de regulación que estén en trámite. Internamente la Dirección de Regulación es la que realiza todo el trámite necesario para la expedición, aprobación y publicación de los reglamentos y/o sus modificaciones.

La expedición de reglamentos por parte de AMV tiene como propósito elevar los estándares de funcionamiento de los intermediarios, como también responder a las necesidades particulares del mercado y de la intermediación de valores en determinado momento. Esto explica que los Reglamentos sean dinámicos y se reformen con relativa frecuencia, pues los mercados también son activos y cambiantes y requieren, en algunos casos, respuestas desde el punto de vista regulatorio. En este aspecto la Regulación de AMV tiene una gran ventaja frente a la regulación estatal, pues normalmente esta última requiere más tiempo para ser expedida y no necesariamente refleja la opinión de la industria.

1.2.1.2. Función de supervisión

Está a cargo de la Dirección de Supervisión. Se lleva a cabo a través de varios procedimientos, todos igualmente importantes. En primer lugar, existe un monitoreo en tiempo real sobre las operaciones que realizan los intermediarios en los distintos sistemas de negociación y de registro que existen en el mercado (MEC³⁰ y SEN³¹ principalmente), lo que permite, con ciertas herramientas tecnológicas, detectar operaciones realizadas por fuera de parámetros establecidos o con características que disparan alarmas preestablecidas. En segundo lugar, se realiza una labor de supervisión *in situ*, asunto que consiste en realizar visitas de inspección a las entidades autorreguladas, con el fin de verificar aspectos incluidos dentro de los procedimientos de una supervisión por riesgos adoptada por AMV. Finalmente, existe la supervisión *extra situ*, la cual realizan los funcionarios de AMV en sus oficinas respecto de la documentación e informes periódicos o especiales que remiten los intermediarios, o con base en las quejas radicadas por los inversionistas u otros interesados en el mercado. Como resultado de la gestión de supervisión AMV formula recomendaciones a los intermediarios o les solicita realizar planes de ajuste con el propósito de que cumplan las normas establecidas. En caso de ser necesario, la Dirección de Supervisión traslada informes a la Dirección Legal y Disciplinaria para que se evalúe la posibilidad de iniciar procesos disciplinarios.

30 Es el Mercado Electrónico Colombiano, administrado por la Bolsa de Valores de Colombia. A través del mismo se negocian títulos de renta fija inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores.

31 Es el Sistema Electrónico de Negociaciones, administrado por el Banco de la República. A través del mismo se negocian fundamentalmente los TES, que son los títulos que representan la deuda pública interna de la Nación.

1.2.1.3. *Función disciplinaria*

Esta función consiste primordialmente en adelantar procesos disciplinarios en contra de los intermediarios y/o las personas naturales vinculadas³², cuando se establezca que aquellos o éstas han violado las normas del mercado de valores, incluidos los Reglamentos del propio AMV y los expedidos por la Bolsa de Valores de Colombia (BVC)³³.

La instrucción de los procesos disciplinarios está a cargo de la Dirección Legal y Disciplinaria (DLD), la que se encarga de recaudar y practicar las pruebas, evaluar las explicaciones de los investigados, determinar si los mismos son responsables, formularles cargos ante el Tribunal Disciplinario (TD) y negociar con los investigados las sanciones a imponer si se acogen a la terminación anticipada del proceso disciplinario³⁴.

La etapa de juzgamiento de los procesos disciplinarios está a cargo del TD, que es un órgano colegiado independiente de AMV, conformado por miembros de la industria y miembros independientes³⁵. El tribunal se pronuncia mediante la expedición de resoluciones, conforme a las cuales absuelve o sanciona a los investigados. La primera instancia de los procesos es competencia de una Sala de Decisión escogida de forma rotatoria entre nueve miembros, y la segunda instancia es competencia de una Sala de Revisión de carácter permanente, conformada por tres miembros³⁶.

Todas las sanciones impuestas por AMV, bien lo sean por medio de Acuerdos de Terminación Anticipada (ATA) o de Resoluciones del TD, son publicadas en la página web de AMV una vez se encuentran en firme.

32 Sobre el concepto de persona natural vinculada véase el numeral 2.1.2. de este artículo.

33 Los Reglamentos de la BVC regulan el funcionamiento de la Bolsa y del Mercado Electrónico Colombiano –MEC– y deben ser cumplidos por los intermediarios afiliados a ese sistema.

34 Los documentos en los cuales se recogen estos acuerdos se llaman Acuerdos de Terminación Anticipada (ATA). Sobre ellos se volverá más adelante en este artículo.

35 De acuerdo con lo establecido en el literal b del artículo 22 del Decreto 1565, el miembro independiente es aquel que no tiene la calidad de funcionario de un intermediario de valores que participa directamente en actividades de intermediación o el que se encuentra comprendido en los supuestos del artículo 12 del mismo decreto, salvo el previsto en el literal b). En contraposición a lo anterior, el miembro de industria es aquel que no cumple los requisitos para ser considerado miembro independiente.

36 Incisos 2º y 3º del artículo 42 de los Estatutos de AMV:

“La Sala de Revisión y las Salas de Decisión estarán conformadas por tres (3) miembros, de los cuales dos (2) serán miembros independientes y uno (1) será de la industria. La Sala de Revisión nombrará a uno de sus miembros como Presidente de la Sala, por mayoría simple, el cual a su vez será el Presidente del Tribunal Disciplinario. El Presidente del Tribunal Disciplinario tendrá las funciones que señale el reglamento correspondiente”. // “Las Salas de Decisión se conformarán aplicando el mecanismo de rotación, efectuando diferentes combinaciones de miembros para cada caso en particular y siguiendo una metodología previamente establecida. Por su parte, cada una de las Salas de Decisión al momento de su conformación y reunión nombrará a uno de sus miembros, por el mecanismo de mayoría simple, como Presidente de la misma, el cual deberá cumplir con las funciones y responsabilidades que señale la normatividad correspondiente”.

1.2.1.4. Función de certificación

La Dirección de Certificación es la encargada de realizar los exámenes y verificar los antecedentes de las personas naturales que quieren vincularse a los intermediarios de valores para realizar actividades de intermediación en el mercado de valores. Estas personas, para poder actuar en el mercado, están obligadas a inscribirse previamente en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores ante la SF³⁷. A su vez, por disposición legal, la inscripción en dicho registro sólo es procedente si los interesados han obtenido previamente su certificación en AMV³⁸.

Existen varias modalidades de certificación, dependiendo de la actividad que vayan a realizar las personas naturales vinculadas a los intermediarios³⁹.

Las preguntas de los exámenes que absuelven los interesados⁴⁰ son tomadas de un banco de preguntas administrado por la Dirección de Certificación de AMV, el cual se actualiza permanentemente. Para la elaboración de las preguntas, AMV cuenta con la asesoría de expertos encargados de su redacción y revisión, con miras a garantizar la claridad, pertinencia y precisión de las preguntas, como también su adecuado grado de dificultad.

Es importante resaltar que cada examen, independientemente de la modalidad de que se trate, es único en su especie, pues es producto de una selección aleatoria tanto en su estructura como en las opciones de respuesta, por lo que las probabilidades de que dos exámenes se repitan son relativamente bajas. Cabe señalar que la certificación se estableció con el propósito de elevar los estándares de conocimiento y profesionalismo de las personas naturales vinculadas a los intermediarios y se hizo exigible, conforme al Decreto 3139 de 2006, modificado por el Decreto 4668 de 2007, a partir del 30 de junio de 2008, dependiendo de la categoría⁴¹.

1.2.2. MEMORANDO DE ENTENDIMIENTO ENTRE AMV Y LA SFC

Como se mencionó anteriormente, es ideal para el mercado que exista coordinación entre las actividades de supervisión y disciplina a cargo de AMV y de la SFC. Con ese

37 Esta obligación fue establecida en el artículo 1.1.4.2 de la Resolución 400 de 1995, modificado por el Decreto 3139 de 2006.

38 Parágrafo 2º del artículo 1.1.4.2. de la Resolución 400 de 1995, modificado por el Decreto 3139 de 2006.

39 Ver. Artículos 127 y 128 del Reglamento de AMV.

40 Para la presentación de exámenes AMV ha celebrado convenios con distintas universidades en Bogotá, Medellín, Cali y Barranquilla. En virtud de esos convenios las universidades suministran salones y equipos de cómputo para la presentación de los exámenes programados por AMV.

41 Los operadores del mercado de renta fija y de renta variable estaban obligados a certificarse antes del 30 de junio de 2008. Los demás operadores tenían como fecha límite para la certificación el 31 de agosto de ese año. En tratándose de los demás profesionales, es decir, los Directivos y Asesores Comerciales, la fecha para certificación era el 31 de diciembre de 2008.

propósito, entre estas entidades se han suscrito dos memorandos de entendimiento. El primero de ellos se suscribió el 21 de diciembre de 2006⁴², posteriormente, el 9 de noviembre de 2007, se suscribió un segundo memorando de entendimiento⁴³, ocasión en la cual se dio un giro a la coordinación entre AMV y la SFC, ya que se acordó que AMV fuera el supervisor de primera línea en materia de supervisión, investigación y sanción de las conductas de mercado⁴⁴ de los intermediarios de valores.

De acuerdo con lo establecido en el memorando vigente⁴⁵, AMV también será prioritariamente el encargado de inspeccionar asuntos relacionados con las obligaciones institucionales que deben observar las entidades intermediarias de valores en razón de su actividad en el mercado de valores. Dentro de esas obligaciones institucionales pueden mencionarse, entre otras, el deber de utilización de sistemas de grabación de comunicaciones telefónicas, mensajes de datos y similares; la prohibición de utilizar teléfonos móviles y otros dispositivos de comunicación en las mesas de negociación, y el incumplimiento de obligaciones relacionadas con la debida administración de conflictos de interés, en materias asociadas con la actividad de intermediación de valores.

Por su parte, el memorando señala que la SFC enfocará su gestión en materias relacionadas con la actividad de intermediación de valores que tengan un impacto sistémico; en asuntos de naturaleza prudencial de los intermediarios de valores, debido cumplimiento de la normatividad sobre asuntos contables, ejercicio irregular de la actividad de intermediación de valores, e incumplimiento de la normatividad relacionada con lavado de activos, entre otras.

1.2.3. DATOS ESTADÍSTICOS EN MATERIA DISCIPLINARIA

Después de tres años de funcionamiento AMV ha logrado posicionamiento y reconocimiento en el mercado, tanto por parte de los intermediarios como también de las autoridades estatales. Incluso su actividad en pro del desarrollo de la autorregulación y del mercado de valores ha sido objeto de referencia a nivel internacional⁴⁶.

42 El texto del memorando puede ser consultado en la página web de AMV / ¿Quiénes Somos? / Memorandos y Convenios.

43 *Ibid.*

44 La expresión conductas de mercado no está definida legalmente, pero se entiende que comprende las irregularidades o violaciones a normas no prudenciales o no relacionadas con temas prudenciales.

45 Ver. Nota 42.

46 AMV es miembro de organizaciones internacionales como International Organization of Securities Commissions (IOSCO) y Consejo de Autoridades Reguladoras de Valores de América (COSRA). Así mismo, vale la pena destacar que AMV ha organizado varios seminarios y foros académicos a nivel nacional, y fue el encargado de gestionar la I Reunión de Autorreguladores de América, con la presencia de autoridades y personalidades de varios países del continente. Por otra parte, COSRA designó a AMV como el líder para realizar un estudio acerca de la situación de los autorreguladores en el continente americano (diferentes modelos, su actividad, etc.).

En la medida en que este artículo está enfocado al análisis de la actividad disciplinaria de la autorregulación, es importante poner de presente los datos estadísticos de AMV en esta materia⁴⁷:

TABLA N° 2
Sanciones impuestas por AMV
Periodo 2006-2009

	2006		2007		2008		2009		Total
	Ata	Resol.	Ata	Resol.	Ata	Resol.	Ata	Resol.	
Amonestación			26	2				1	29
Multa	1		14	2	20		5		42
Amonestación y multa				2					2
Suspensión					6	1	7	1	15
Suspensión y multa			1			2	1	1	5
Expulsión					1		2	1	4
Expulsión y multa									
Total sanciones	1		41	6	27	3	15	4	97

Fuente: elaboración propia con base en la información suministrada por AMV - Fecha de corte 30/10/2009.

2. ASPECTOS DISCIPLINARIOS DE LA AUTORREGULACIÓN

2.1. FUNCIÓN DISCIPLINARIA EN LA AUTORREGULACIÓN

En un esquema de autorregulación es fundamental prevenir y reprimir las malas prácticas de mercado. Lo ideal es que la mayoría de esas prácticas se contrarresten con políticas efectivas en materia de prevención y educación a los propios intermediarios y a las personas naturales vinculadas a los mismos, como también a los inversionistas. Así mismo, se espera que el cumplimiento de las normas establecidas derive de la propia responsabilidad que deben sentir los autorregulados para proteger voluntariamente los bienes públicos que involucra el ejercicio de su actividad⁴⁸. No obstante, cuando la internalización voluntaria de responsabilidad, o las medidas de prevención y educación no producen los efectos esperados, hay que proceder a sancionar a los infractores, pues no de otra forma puede garantizarse el adecuado funcionamiento del mercado. Esto explica porqué la función disciplinaria es esencial

⁴⁷ Los resultados y datos estadísticos atinentes a las funciones de Regulación, Supervisión y Certificación pueden ser consultadas en los informes de gestión de AMV, publicados en la página web de la entidad.

⁴⁸ Sobre esto véase: M, Darnaculleta Gardella, *Autorregulación y Derecho Público: La autorregulación regulada, Capítulo V Autorregulación, Sanciones Administrativas y Sanciones Disciplinarias*, 120-150 (Lex Nova, Valladolid, 2008).

en cualquier esquema de autorregulación, dado que es la forma drástica de preservar la estabilidad del mismo.

Cada OA, dependiendo de las circunstancias de su propio mercado, debe encontrar la combinación adecuada entre la prevención y la sanción. Lo correcto es que haga énfasis en lo que más resultados positivos le genere en cuanto a profesionalización y elevación de estándares de los autorregulados, en función de la consecución de un mercado más seguro y organizado.

En todo caso, para que la función disciplinaria sea legítima y pueda ser aceptada por quienes son sancionados, debe realizarse con justicia y en particular respetando los derechos y garantías del debido proceso⁴⁹. Además, y este es uno de los aspectos primordiales, debe ejercerse libre de presiones indebidas y con la suficiente independencia de los propios autorregulados, pues si bien son ellos mismos quienes crean las herramientas para autodisciplinarse y autosancionarse, también están en la obligación de generar estrategias para solucionar los conflictos de interés que de esta circunstancia se derivan. Por esto es necesario que no puedan tener plena participación o control total sobre los aspectos particulares de los procesos disciplinarios, asunto que en el caso colombiano explica la presencia mayoritaria de personas independientes⁵⁰ en el Tribunal Disciplinario, quienes tienen la importante función de garantizar la objetividad, imparcialidad y equilibrio del aspecto disciplinario de la autorregulación.

El aspecto disciplinario de la autorregulación fue reconocido por la Ley de Valores, señalándose desde entonces como una de las funciones a las cuales deben estar sometidos los intermediarios para entenderse autorregulados. Esto significa que la actividad disciplinaria o sancionatoria es parte esencial del esquema de autorregulación, a tal punto que si ella no existe el esquema tampoco. En Colombia, para el momento en el cual se expidió la ley, se contaba con un antecedente importante en materia disciplinaria, derivado precisamente de la autorregulación ejercida por las bolsas de valores desde 1929, lo que sirvió de fuente jurídica en la definición de los aspectos disciplinarios establecidos en la nueva Ley⁵¹.

49 El artículo 29 de la Constitución Política consagra el derecho al debido proceso en los siguientes términos: “*El debido proceso se aplicará a toda clase de actuaciones judiciales y administrativas*”. Incluso doctrinariamente existe uniformidad acerca de que en cualquier tipo de procedimiento sancionador, así sea privado, deben respetarse las garantías constitucionales. En ese sentido véase: M, Darnaculleta Gardella, *Autorregulación y Derecho Público: La autorregulación regulada, Capítulo V Autorregulación, Sanciones Administrativas y Sanciones Disciplinarias*, 120-150, (Lex Nova, Valladolid, 2008).

50 Ver, Numeral 1.2.1.3. del presente artículo.

51 Incluso la estructura de los órganos encargados de ejercer la función disciplinaria en AMV –DLD y TD–, y el reglamento del proceso disciplinario, corresponden en esencia a los que existían en la Bolsa de Valores de Colombia. Esa estructura y reglamentos, anteriormente y en la actualidad, permiten el correcto manejo de los conflictos de interés propios de los esquemas de autorregulación.

2.1.1. FINALIDAD

La finalidad de la actividad disciplinaria de los OA es fundamentalmente represiva, en tanto persigue castigar a los infractores de las normas. De cierta forma, cuando se logra ese cometido se entiende que la función es exitosa.

Sin embargo, el adecuado ejercicio de la misma permite también cumplir otras finalidades, tal vez menos evidentes pero igualmente importantes, sobre todo dependiendo de la prontitud y pertinencia de las sanciones que se impongan y de la doctrina que se construya con los fallos sancionatorios.

En el campo teórico es bastante probable que la oportuna y adecuada sanción de malas prácticas motive a quienes aún no han sido sancionados a dejarlas, pues si ellos observan que la sanción es fuerte y sólida tal vez no quieran correr el riesgo de también ser sancionados. A los no infractores esto debería disuadirlos de incurrir en la conducta sancionada.

Así mismo, la interpretación de las normas y la evaluación de las actuaciones de los infractores que sirve de sustento a las sanciones y se plasma en los fallos sancionatorios o en los ATA, se convierte en doctrina e instrumento valioso para todos los agentes que participan en el mercado, en tanto que a partir de allí pueden tener mayor certeza sobre lo que es o no permitido realizar y sus consecuencias.

2.1.2. SUJETOS DISCIPLINABLES

En esta materia la ley parte del reconocimiento implícito de que en las infracciones a normas del mercado puede existir tanto responsabilidad institucional como personal. En este sentido, la ley ha señalado expresamente que la acción disciplinaria de los OA puede ejercerse en contra de las entidades que son miembros del respectivo autorregulador, es decir, las sociedades que actúan como intermediarios del mercado de valores, como también en contra de quienes la ley ha denominado “*personas naturales vinculadas*” a dichos intermediarios.

El Decreto 1565, reglamentario de la ley, es el que define lo que se entiende por Persona Natural Vinculada –PNV– a un intermediario de valores, en los siguientes términos⁵²:

Para los efectos del presente decreto, se entiende por personas naturales vinculadas a cualquier intermediario de valores a los administradores y demás funcionarios del respectivo intermediario, independientemente del tipo de relación contractual, en cuanto participen, directa o indirectamente, en la realización de actividades propias de la intermediación de valores.

52 Ver. Parágrafo del artículo 2 del Decreto.

Con base en el Decreto podemos señalar que el concepto de PNV es dinámico y realista, en cuanto permite radicar la responsabilidad en quien efectivamente ha tenido participación en actividades de intermediación contrarias a las normas del mercado, independientemente del nombre del cargo que tenga esa persona o de las funciones que normalmente le han sido asignadas, o incluso sin atender al tipo de vinculación que tenga dicha persona con el intermediario (contrato de trabajo, prestación de servicios, etc.). Lo importante, desde este punto de vista, es reconocer una realidad circunscrita al momento en el cual ocurrieron los hechos objeto de la respectiva investigación, para poder ejercer la acción disciplinaria sobre todos los que participaron de una u otra forma en la conducta reprochable.

El hecho de que el concepto sea dinámico y realista implica que para cada caso concreto el OA deba evaluar si una persona tuvo o no participación en la conducta investigada, bien sea por acción o por omisión, directa o indirectamente, y con base en ello determinar si es o no sujeto de la acción disciplinaria. Cuando se advierta la comisión de una irregularidad por parte de una persona que no es autorregulada, como por ejemplo un cliente o un inversionista, en virtud de la coordinación y colaboración que debe existir, el OA debe dar traslado a la SFC para que sea dicha entidad la que asuma la investigación respectiva.

La razón fundamental por la cual no se optó por señalar que todos los empleados o contratistas del intermediario fueran PNV, radica en que existe un buen número de intermediarios que de manera simultánea realizan otro tipo de actividades ajenas a la intermediación de valores, como ocurre con el caso de los Bancos o las Corporaciones Financieras, que también se dedican a actividades propias de la intermediación financiera. Esta situación implica que dentro de ese tipo de entidades existan funcionarios dedicados a distintos tipos de actividades, dentro de ellas, la intermediación de valores. Así las cosas, la acción disciplinaria debe recaer únicamente en quienes han tenido alguna participación en actividades relacionadas con la intermediación y no sobre quienes no la han tenido, independientemente, se reitera, del cargo que tengan o las funciones que normalmente desarrollan⁵³.

53 Sobre el alcance del concepto de PNV el Tribunal Disciplinario de AMV señaló: “Ahora, para la Sala de Decisión 2 es claro que cuando el regulador señaló el alcance de la expresión «persona natural vinculada» por un lado, pretendía dejar en claro que en dicho concepto estaban cubiertas las personas que tuvieran un vínculo con el intermediario de valores, con independencia de su forma. Es decir, que en ese campo se sobrentiende los asesores, prestadores de servicios, consultores, pasantes de universidades y los empleados con contrato de trabajo, entre cualquier otra forma que se pudiera imaginar, personas de quienes, por la calificación y tratamiento de las labores desarrolladas por un ente especializado en la actividad del mercado de valores, como son las Sociedades Comisionistas de Bolsa y al interés público involucrado en su manejo, se espera un alto estándar ético que garantice al mercado y a los inversionistas la profesionalidad, reserva e integridad que debe caracterizar el desarrollo de las operaciones en el mercado de valores”. [...] // “Pero así mismo, establece otra condición cual es el que participe directa o indirectamente en la realización de las actividades propias de la intermediación de valores. Al efecto, debemos entonces detenernos en qué se entiende por participación indirecta, para lo cual retomamos el significado recogido por el investigado en el sentido de que participar es «tomar parte en algo», mientras que indirectamente, conforme el Diccionario de la Real Academia Española es el «dicho o medio de

2.1.3. PRINCIPIOS

La propia ley de valores señaló que la función disciplinaria de los OA debe sujetarse a distintos principios, algunos de ellos incluso derechos de rango constitucional. Entre otros, podemos señalar los siguientes⁵⁴:

2.1.3.1. Debido proceso

Es el fundamento de la función disciplinaria, en tanto garantiza que los disciplinados tengan las garantías necesarias para ser juzgados conforme al procedimiento establecido y teniendo la oportunidad de ejercer adecuadamente su defensa. La propia Corte Constitucional⁵⁵ ha señalado que el derecho al debido proceso, independientemente del tipo de actuación sancionatoria de que se trate, implica el cumplimiento de los siguientes requisitos:

1. La comunicación formal de la apertura del proceso disciplinario a la persona a quien se imputan las conductas posibles de sanción.
2. La formulación de los cargos imputados, que puede ser verbal o escrita, siempre y cuando en ella consten de manera clara y precisa las conductas, las faltas disciplinarias a que esas conductas dan lugar y la calificación provisional de las conductas como faltas disciplinarias.
3. El traslado al imputado de todas y cada una de las pruebas que fundamentan los cargos formulados.
4. La indicación de un término durante el cual el acusado pueda formular sus descargos, controvertir las pruebas en su contra y allegar las que considere necesarias para sustentar sus descargos.
5. El pronunciamiento definitivo de las autoridades competentes mediante un acto motivado y congruente.

que alguien se vale para no significar explícita o claramente algo, y darlo, sin embargo, a entender», algo «Que no va rectamente a un fin, aunque se encamine a éb»". Sala de Decisión N°. 2 – Resolución N°. 04 del 25 de Mayo de 2007. Así mismo, en conceptos del 4 y 18 de noviembre de 2008 del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, se establece que el concepto de persona natural vinculada atiende a la realidad de hechos y actuaciones de personas que tiene participación en las actividades de intermediación, independientemente de los cargos y funciones para las cuales fueron contratados. Además, señala que la participación en las actividades de intermediación no requiere que tengan un carácter permanente o habitual, pues podría darse la calidad de persona natural vinculada a quienes realizan intermediación de manera transitoria o respecto de una operación en particular.

54 Los demás principios pueden verse en el artículo 23 del Decreto 1565 de 2006.

55 Véase, entre otras, Sentencia T-649 de 1998. La Corte ha señalado expresamente que el debido proceso se aplica a cualquier procedimiento sancionatorio, independientemente de que el mismo sea adelantado por una entidad privada.

6. La imposición de una sanción proporcional a los hechos que la motivaron, y
7. La posibilidad de que el encartado pueda controvertir, mediante los recursos pertinentes, todas y cada una de las decisiones de las autoridades competentes.

2.1.3.2. Derecho a la defensa

Deriva del anterior y consiste en la posibilidad que tienen los investigados de defenderse oportuna y adecuadamente dentro del proceso, esto es, fundamentalmente, poder aportar y solicitar la práctica de las pruebas, presentar explicaciones y argumentos antes de que se profiera el fallo e interponer recursos en contra de las decisiones que les sean desfavorables.

2.1.3.3. Oportunidad

Consiste en la posibilidad que tienen los OA para establecer políticas que les permitan reprimir adecuadamente ciertas conductas –en principio sancionables–, sin acudir a la instancia disciplinaria. Esto se puede lograr mediante el uso de herramientas como llamados de atención, cartas de advertencia, planes de ajuste o medidas de ese tipo. En todo caso, siempre es deseable que frente a una irregularidad detectada por el OA exista un pronunciamiento, bien sea disciplinario o bien de oportunidad, para que no haya sensación de impunidad dentro del mercado.

2.1.3.4. Economía

El proceso disciplinario, si bien debe garantizar el ejercicio de todos los derechos e instancias, según se dijo, debe realizarse con el menor uso de recursos posibles, pues entre más costoso sea, menos eficiente será y tendrá limitaciones presupuestales naturales.

2.1.3.5. Celeridad

Consiste en la necesidad de que las decisiones sancionatorias se adopten con rapidez, pues los mercados requieren prontas respuestas de los OA frente a las malas prácticas de mercado, dado que la eficacia de dichas sanciones está en función del tiempo en el que se produzcan. Sancionar conductas después de tres o cuatro años de detectadas u ocurridas tiene un impacto mínimo dentro del mercado, mientras que el impacto es mayor si la sanción se profiere dentro de los 18 meses siguientes o antes, lo que requiere depurar adecuadamente el procedimiento disciplinario, y en consecuencia, eliminar trámites innecesarios o actuaciones dilatorias.

2.1.3.6. Proporcionalidad

De acuerdo con este principio, las sanciones que se impongan por parte del OA deben corresponder a la gravedad de las faltas sancionadas. Entre más grave sea la falta disciplinaria más drástica debe ser la sanción. Teóricamente esta expresión es bastante comprensible, aunque en la práctica resulte ser uno de los aspectos más complejos dentro del esquema de autorregulación, en gran parte motivado por las características de la regulación colombiana. Me refiero a que tanto a nivel de regulación financiera como en el ámbito de autorregulación, ninguna de las infracciones a las normas vigentes tiene establecida la sanción particular a imponer al infractor. Lo que ha existido tradicionalmente en la regulación es un catálogo general de posibles sanciones, establecidas en un capítulo especial, en donde no se determina cuál de ellas es la aplicable a cada una de las distintas infracciones⁵⁶. Entonces es el intérprete respectivo, quien haciendo una valoración del caso particular, determinará cuál es la sanción que corresponda imponer vista la gravedad de la falta que él establezca. Así, es usual que las sanciones impuestas, tanto por AMV como por la propia SFC, sean objeto de crítica, bien por laxas o bien por drásticas, según el particular entendimiento de cada persona. Para suplir este vacío, AMV implementó un modelo interno para determinar la sanción a imponer, el cual se aplica en todos los casos y facilita la determinación de la sanción correspondiente. Este modelo se desarrolla en el numeral 2.2.7. que trata de las sanciones.

2.1.3.7. Autonomía

Es crucial dentro del esquema disciplinario, en tanto reconoce que el OA es autónomo para establecer, dentro del respeto a los derechos y garantías mínimas señaladas, la forma como se tramitará el proceso disciplinario. Lo anterior significa que el autorregulador podrá definir con plena libertad qué etapas tendrá el proceso disciplinario, cuánto durará cada una de ellas, quiénes intervendrán, cómo se llevarán a cabo las notificaciones y las publicaciones de las decisiones sancionatorias, si caben incidentes o no, en qué casos se nombran defensores de oficio, etc. En consecuencia, al proceso disciplinario de los autorreguladores no le son aplicables, desde ningún punto de vista, las normas de otro tipo de procedimientos como el civil, el penal, el administrativo o el disciplinario de los funcionarios públicos, salvo que sea el propio OA el que en sus reglamentos haga la remisión expresa a alguno de ellos.

⁵⁶ Incluso en la Ley de Valores se observa que el artículo 50 relaciona las infracciones, y por otra parte el artículo 53 señala de manera genérica cuáles son las sanciones.

2.1.4. PROCEDIMIENTO

Si bien existe autonomía, es evidente que el procedimiento o trámite que se establezca para desarrollar los procesos disciplinarios debe cumplir con todos los principios señalados, en particular combinar la celeridad con el respeto a las garantías de los investigados. En todo caso, el procedimiento que se utilice debe estar determinado con anterioridad a su aplicación y ser de público conocimiento. Una vez adoptado, a dicho procedimiento deben sujetarse tanto el OA como los investigados y sus apoderados. Por su especial importancia, el procedimiento disciplinario debe ser parte de los reglamentos del OA. Sobre el procedimiento disciplinario se volverá más adelante en este artículo.

2.1.5. RECAUDO DE PRUEBAS

De acuerdo con la ley, en los procesos disciplinarios de los OA existe libertad probatoria, es decir, puede utilizarse cualquier prueba legalmente recaudada conforme al reglamento respectivo⁵⁷. Esto implica que el OA deba, en principio, decretar y practicar toda prueba que considere necesaria para adoptar una decisión disciplinaria, independientemente del tipo de prueba de que se trate. Sin embargo, en lo que a la práctica de pruebas se refiere, no puede perderse de vista que los OA tienen limitaciones naturales derivadas de su condición de entidades privadas, en particular porque sus decisiones en materia probatoria no tienen fuerza ejecutoria frente a entidades o personas no autorreguladas. En la práctica, entonces, personas no autorreguladas pueden negarse a entregar pruebas que los OA les soliciten, o negarse a permitir la práctica de una prueba, sin que los OA puedan obligarlos por ninguna vía legal a hacerlo.

Por lo anterior, los OA pueden establecer en sus reglamentos exoneraciones de responsabilidad cuando las pruebas que solicite un investigado no puedan practicarse por circunstancias no imputables al OA, como también señalar que sea el investigado quien tenga la carga de aportar las pruebas que pretenda hacer valer en su defensa.

Ahora bien, es factible que los OA soliciten a la SFC el traslado de pruebas que estén en poder de dicha entidad, o incluso que dentro de una investigación soliciten que sea la SFC la que practique una prueba y luego se la traslade al OA, lo que de alguna forma suple la limitación de los OA a que se ha hecho referencia. Así mismo, la SFC puede ordenar a los OA el traslado de pruebas que éstos hayan recaudado. En uno u otro caso ha de conservarse la integridad y reserva de la prueba, y utilizándose únicamente para las investigaciones que se estén adelantando por parte de las entidades mencionadas⁵⁸.

57 Ver. Artículo 25 del Decreto 1565 de 2006.

58 Ver. Artículo 29 de la Ley 964 de 2005 y artículo 25 del Decreto 1565 de 2006.

2.1.6. CONTROL GUBERNAMENTAL

Como se señaló, los OA están sujetos a inspección y vigilancia permanente de la SFC. Sin embargo, en lo que se refiere a la función disciplinaria de dichos OA, el ámbito de competencia de la SFC debe analizarse desde dos puntos de vista distintos. En primer lugar, y sin que ello implique desconocer la autonomía del OA, la SFC tiene amplias facultades para revisar previamente el trámite del procedimiento disciplinario que el OA vaya a establecer en sus reglamentos, con el fin de evaluar si cumple los requisitos necesarios para garantizar el debido proceso y el derecho de defensa de los investigados, fundamentalmente, así como para verificar que el reglamento contenga los aspectos mínimos exigidos por la regulación⁵⁹. En desarrollo de esta función la SFC podrá efectuar observaciones o comentarios al proyecto de reglamento, como también a cualquier reforma que pretenda introducirse al mismo. La SFC autorizará el reglamento o sus reformas siempre y cuando se observen las normas legales aplicables y exista respeto por los derechos de los investigados.

Desde otro punto de vista, debe señalarse que la SFC no tiene competencia alguna para autorizar, revisar, modificar o revocar las decisiones disciplinarias adoptadas por el OA, en la medida en que no es órgano de instancia dentro del proceso disciplinario. Sin embargo, todas las decisiones disciplinarias que se encuentren en firme deben ser informadas a la SFC⁶⁰.

2.1.7. CONTROL JUDICIAL

Con el propósito de dotar la función disciplinaria de los OA de todas las garantías posibles para los investigados y sancionados, la Ley estableció que las decisiones disciplinarias de los OA que se encuentren en firme puedan ser impugnadas ante la justicia ordinaria. Para ello señaló varios aspectos que conviene resaltar:

1. La competencia para conocer de los procesos respectivos se asignó a los jueces civiles del circuito.

⁵⁹ El artículo 21 del Decreto establece que el reglamento en materia disciplinaria debe contener como mínimo los siguientes aspectos: a) Que las labores de investigación se encuentren separadas de las labores de decisión; b) Las medidas tendientes a asegurar la eficacia de los resultados del procedimiento disciplinario; c) Las etapas de iniciación, desarrollo y finalización del proceso disciplinario, garantizando en todo momento el derecho de defensa y el debido proceso; d) Los mecanismos para la terminación anticipada de los procesos disciplinarios; e) El procedimiento para el decreto, práctica y traslado de pruebas; f) El procedimiento para tramitar impedimentos y recusaciones de los miembros del órgano disciplinario; g) Las clases de sanciones aplicables y criterios de graduación; h) La forma de notificar las decisiones así como los recursos que caben contra las mismas; i) Mecanismos para garantizar el cumplimiento de la sanción impuesta, y j) Forma en que se certificarán los antecedentes disciplinarios de los miembros.

⁶⁰ Ver. Artículo 27 del Decreto 1565 de 2006.

2. El procedimiento aplicable será el mismo establecido para la impugnación de actos de asambleas de accionistas (artículo 421 del Código de Procedimiento Civil)⁶¹.
3. Es factible que como medida cautelar el demandante solicite la suspensión de la decisión sancionatoria demandada, la cual será decretada por el juez si advierte que con la sanción pueda derivarse un grave perjuicio para el demandante y se preste la caución respectiva.
4. La demanda se tramitará por el proceso abreviado, asunto que en teoría debe permitir que la sentencia se profiera en un tiempo más corto si se compara la duración del proceso abreviado con la del proceso ordinario⁶². En este aspecto hubo un cambio importante en la ley, en la medida en que en el pasado las decisiones disciplinarias de las bolsas se podían impugnar, pero se tramitaban por el proceso ordinario⁶³.
5. Se estableció un término máximo de un mes para interponer la acción respectiva, el cual debe contarse a partir de la fecha de la notificación de la decisión de segunda instancia⁶⁴.
6. Con la demanda se puede solicitar la nulidad de la decisión disciplinaria y el pago de los perjuicios causados con la decisión.
7. Como complemento de lo señalado en el literal anterior, debe mencionarse que la responsabilidad del OA se equiparó a la de los jueces⁶⁵, en tanto la Ley de Valores señaló que dichos organismos responderán civilmente de los perjuicios que causen a los sancionados, únicamente cuando haya habido dolo o culpa grave en el ejercicio de la función disciplinaria. De acuerdo con lo anterior, si el

61 “Art. 421. *Impugnación de actos de asambleas, juntas directivas o de socios.* La demanda de impugnación de actos o decisiones de asambleas de accionistas o de juntas directivas o de socios de sociedades civiles o comerciales, sólo podrá proponerse dentro de los dos meses siguientes a la fecha del acto respectivo, y deberá dirigirse contra la sociedad; si se tratare de acuerdos o actos sujetos a registro, el término se contará desde la fecha de la inscripción.// En la demanda podrá pedirse la suspensión del acto impugnado; el juez la decretará si la considera necesaria para evitar perjuicios graves y el demandante presta caución en la cuantía que aquél señale. Este auto es apelable en el efecto devolutivo.”

62 El proceso abreviado contempla tiempos más cortos para surtir las distintas etapas del proceso. Por ejemplo, el traslado de la demanda es por 10 días hábiles; el período de pruebas es de 20 días hábiles. En el proceso ordinario esos períodos son de 20 y 40, respectivamente.

63 Algunas de las demandas que en su momento se interpusieron contra decisiones disciplinarias adoptadas en 1998 por la Bolsa de Bogotá S.A. – liquidada a la fecha – siguen su trámite en los despachos judiciales. La gran mayoría de ellas no tiene aún sentencia de primera instancia.

64 El artículo 25 parágrafo 3° de la Ley señala literalmente que el término del mes se contará a partir de la fecha de la “decisión” de última instancia, pero ello en la práctica es inaplicable dado que respecto del investigado sólo existe la decisión en el momento en que se la notifican por los medios establecidos en el reglamento del OA. Es sólo a partir de la notificación, entonces, que el investigado tiene la posibilidad de conocer la decisión y de ejercer la acción civil.

65 Ver. Artículo 71 de la Ley 270 de 1996. Sobre el particular, también puede verse Sentencia C-244 de mayo 30 de 1996, de la Corte Constitucional.

demandante no demuestra que hubo culpa grave o dolo, la decisión impugnada no podrá anularse, por una parte, y como consecuencia de ello no habrá lugar al pago de perjuicios. Es factible que demostrada la culpa grave o el dolo proceda la nulidad de la decisión, pero que no haya lugar a indemnización alguna porque no se prueben los perjuicios por parte del demandante.

2.1.8. SANCIONES

La forma como se hace efectiva la función disciplinaria es justamente con la imposición de sanciones a los infractores de las normas del mercado. En materia sancionatoria la Ley de Valores otorgó también autonomía a los OA para que determinaran el tipo y la duración de las sanciones, toda vez que señaló que puede preverse cualquier tipo de sanción que se considere apropiada, con la única condición de que las sanciones establecidas “*no riñan con el ordenamiento jurídico legal*”. Esta limitación hace referencia a que con la sanción prevista no se vulneren derechos fundamentales de los investigados o se vulneren otras normas de rango constitucional o legal que sean aplicables a la materia. Por ejemplo, el artículo 28 de la Constitución Política⁶⁶ señala que no podrán existir penas irredimibles, lo cual significa que una sanción disciplinaria no podría tener un plazo indefinido, pues iría en contravía de dicha norma⁶⁷.

La Ley de Valores, en todo caso, hace una referencia meramente enunciativa a algunos tipos de sanción que podrían establecer los OA, dentro de las cuales menciona la expulsión, las suspensiones y las multas. Sobre el alcance de cada tipo de sanción se hará un desarrollo posterior en el numeral 2.2.7. de este artículo.

2.2. PROCESO DISCIPLINARIO DE AMV

El Reglamento de AMV, Libro Tercero⁶⁸, establece el trámite y los demás aspectos relacionados con los procesos disciplinarios que adelanta dicha entidad. El reglamento recoge y desarrolla los principios que se han mencionado en el numeral 2.1.3., motivo por el cual en este aparte se hará referencia a algunos de los asuntos no tratados con anterioridad.

66 “Artículo 28. (...) En ningún caso podrá haber detención, prisión ni arresto por deudas, ni penas y medidas de seguridad imprescriptibles”. Constitución Política de Colombia de 1991.

67 Lo propio podría decirse de una sanción que vaya en contra de la dignidad humana, pues ella iría en contravía del artículo 1º de la Constitución Política. Como ejemplo ilustrativo en materia de autorregulación, puede citarse un caso español relacionado con autorregulación deportiva, donde existe una sentencia de la Audiencia Nacional (Sala de lo Social), del 8 de octubre de 2007, que declara la ilegalidad del Código de Conducta de la Unión Ciclista Internacional por establecer la posibilidad, no solo de una vigilancia laboral de los ciclistas, sino también la vigilancia extralaboral, lo cual fue considerado violatorio de su derecho a la intimidad. Tomado de: Darnaculleta i Gardella, M, Mercé. Autorregulación y Sanciones, *Capítulo V Autorregulación, Sanciones Administrativas y Sanciones Disciplinarias*, (Lex Nova, Valladolid, 2008, pp. 120-150).

68 El Reglamento puede consultarse en www.amvcolombia.org.co (link Regulación/Estatuto y Reglamento AMV).

2.2.1. ETAPAS

El proceso disciplinario de AMV tiene dos etapas. La primera de ellas se llama etapa de investigación y la segunda etapa de decisión.

La etapa de investigación comienza con el envío al investigado de un documento denominado Solicitud Formal de Explicaciones (SFE). La SFE contiene una mención de la hipótesis de la investigación, una relación de los hechos investigados, de las pruebas recaudadas, de las posibles normas violadas y del concepto de violación. La característica principal de la SFE radica en que contiene apreciaciones de carácter preliminar que justamente se van a validar o desvirtuar en el curso del proceso disciplinario. Esto significa que la etapa de investigación tiene como propósito fundamental realizar las indagaciones necesarias para establecer con razonabilidad si una persona ha violado o no normas del mercado de valores.

El investigado cuenta con 10 días hábiles, prorrogables por otros 10, para dar respuesta a la SFE y aportar o solicitar la práctica de pruebas⁶⁹. Existe un período de 20 días hábiles para decretar y practicar las pruebas, vencido el cual la DLD de AMV efectúa una evaluación y adopta una decisión en relación con la hipótesis planteada al comenzar la investigación. AMV puede decretar pruebas de oficio para corroborar las explicaciones y los hechos planteados por el investigado.

Si las explicaciones y las pruebas recaudadas demuestran que no existe responsabilidad disciplinaria de la persona investigada, se procederá a archivar el proceso disciplinario, decisión que se notifica al investigado.

En caso contrario, es decir, si las pruebas evidencian la responsabilidad del investigado, se procede a formular un Pliego de Cargos en contra del mismo. La formulación del pliego de cargos da fin a la etapa de investigación e inicia la etapa de decisión del proceso.

La etapa de decisión es competencia del TD de AMV y tiene como propósito fundamental establecer la responsabilidad disciplinaria del investigado por la violación de normas del mercado de valores, y si es del caso imponerle las sanciones que correspondan.

El pliego de cargos se presenta por la DLD ante el TD y tiene un contenido similar al de la SFE, con la diferencia de que en el pliego se acusa formalmente al investigado de la violación de una o varias normas del mercado. Del pliego también se notifica al investigado, quien tiene 10 días hábiles, prorrogables por 5 más, para responder el mismo. En la etapa de decisión no hay decreto ni práctica de pruebas

⁶⁹ Sobre el tema probatorio véanse numerales 2.1.5. y 2.2.4. de este escrito.

(período probatorio), sin perjuicio de que el investigado o AMV puedan aportar pruebas dentro de los 15 días hábiles siguientes a la fecha en que vence el plazo para responder el pliego de cargos.

Aportadas las pruebas, el TD proferirá un fallo, bien sancionatorio o bien absolutorio, dependiendo del análisis que haga respecto del pliego de cargos y de las explicaciones presentadas por el investigado. Antes de tomar la decisión respectiva el TD puede, si lo considera necesario, solicitar a AMV que se aporte alguna prueba adicional. El fallo queda contenido en una Resolución que se notifica al investigado y a AMV.

2.2.2. INSTANCIAS

En AMV el proceso disciplinario tiene dos instancias. La primera instancia está a cargo de una Sala de Decisión del Tribunal Disciplinario, conformada por tres miembros escogidos rotatoriamente de entre los nueve miembros que lo conforman. Ellos son quienes profieren el fallo de primera instancia.

La segunda instancia del proceso disciplinario es competencia de la Sala de Revisión, la cual está conformada por tres miembros de carácter permanente, distintos a los miembros que conforman las salas de decisión del TD. Con la decisión que profiera la Sala de Revisión se termina el proceso disciplinario y no existen internamente otras instancias.

2.2.3. TIPOS DE PROCESOS

Actualmente AMV tiene un solo tipo de proceso disciplinario, el cual se tramita en la forma explicada en los numerales anteriores. No obstante, la ley señaló que es posible que se establezca un “*procedimiento abreviado*”, entendiéndose por tal aquél en el cual se omite la etapa de investigación y se inicia el proceso directamente con la formulación del pliego de cargos. El Decreto limitó este tipo de procedimientos únicamente para “*los casos en los cuales la naturaleza objetiva de la infracción así lo justifique*”⁷⁰.

70 Ver. Parágrafo 1 del artículo 24 del Decreto 1565. La naturaleza objetiva de las infracciones se refiere a que la irregularidad se puede establecer a partir de pruebas que, por regla general, no requieren discusión. Ejemplo de este tipo de conductas es la violación a límites establecidos para realizar operaciones, lo cual se establece a partir de unos datos numéricos que no admiten, por regla general, discusión alguna. No debe confundirse esto con el hecho de que se esté planteando algún tipo de responsabilidad objetiva.

2.2.4. PRUEBAS

Por las razones mencionadas en el numeral 2.1.5. de este artículo, la regla general establecida por AMV en materia probatoria es la de que el investigado tiene la carga de aportar al proceso las pruebas que pretenda hacer valer en su favor. Sólo en los casos en que el investigado manifieste que trató de recaudar determinada prueba y no le fue posible, AMV accede a practicar la prueba directamente. No obstante, existe una limitación de responsabilidad de AMV en esta materia, en la medida en que por su naturaleza no puede garantizar el recaudo satisfactorio de la prueba solicitada por el investigado⁷¹.

Ahora bien, existen tres momentos procesales en los cuales el investigado puede aportar pruebas al proceso disciplinario: la primera, cuando responda la SFE; la segunda, cuando se pronuncie sobre el pliego de cargos, y la tercera, dentro de los 15 días hábiles siguientes contados a partir del vencimiento del plazo establecido para responder el pliego de cargos.

En lo que se refiere a AMV, la entidad puede recaudar pruebas antes de iniciar el proceso disciplinario, pero debe ponerlas a disposición del investigado cuando envíe la SFE. Recibida la respuesta a la SFE, AMV puede decretar de oficio las pruebas que considere necesarias para aclarar los hechos. Finalmente, AMV también tiene la prerrogativa de aportar pruebas dentro de los 15 días hábiles siguientes contados a partir del vencimiento del plazo establecido para que el investigado responda el pliego de cargos.

Si bien hay libertad probatoria en el proceso disciplinario, debe señalarse que hay pruebas que por su propia naturaleza no pueden practicarse dentro del mismo, como ocurre con las inspecciones judiciales⁷², la exhibición de documentos⁷³ y el juramento⁷⁴, pues este tipo de pruebas sólo pueden ser practicadas por los jueces.

Las pruebas más utilizadas en los procesos de AMV son los documentos⁷⁵ y las declaraciones de los investigados y de terceros, sin apremio del juramento.

71 Ver. Parágrafo del artículo 62 del Reglamento.

72 Ver. Artículos 244 y siguientes del Código de Procedimiento Civil.

73 Ver. Artículos 283 y siguientes del Código de Procedimiento Civil.

74 Ver. Artículos 211 y siguientes del Código de Procedimiento Civil.

75 La definición de documento para estos efectos está contenida en el artículo 251 del Código de Procedimiento Civil, según el cual “son documentos los escritos, impresos, planos, dibujos, cuadros, fotografías, cintas cinematográficas, discos, grabaciones magnetofónicas, radiografías, talones, contraseñas, cupones, etiquetas, sellos y, en general, todo objeto mueble que tenga carácter representativo o declarativo, y las inscripciones en lápidas, monumentos, edificios o similares.”

2.2.5. AUDIENCIAS

Tanto los investigados como AMV pueden solicitar la realización de audiencias ante el TD. Cada parte puede solicitar la realización de una audiencia en primera instancia y una en segunda instancia. El TD también puede de oficio citar a cualquiera de las partes a una audiencia.

Estas audiencias tienen como propósito fundamental aclarar hechos relacionados con el proceso disciplinario, motivo por el cual se permite al solicitante o al citado que haga una intervención oral en ese sentido ante los miembros del TD. De acuerdo con el Reglamento, los investigados no pueden presentar dentro de la audiencia alegatos de carácter jurídico, ni aportar pruebas.

Los miembros del TD han establecido un reglamento interno⁷⁶ para la realización de las audiencias, en el cual definieron aspectos como la duración de las intervenciones de las partes, la posibilidad de que las partes asistan simultáneamente a la audiencia o no, las causales de suspensión de la audiencia, el número de preguntas que pueden formular los miembros del TD a los asistentes, etc.

Dentro de un proceso donde prima la comunicación escrita, las audiencias facilitan la inmediación del TD con la versión de las partes, lo que las convierte en una herramienta valiosa para la adopción de sus decisiones.

2.2.6. RECURSOS

Contra los fallos proferidos por las salas de decisión del TD procede recurso de apelación, el cual debe interponerse dentro de los 8 días hábiles siguientes a la fecha en que se notifique la resolución respectiva, y puede presentarse por el investigado, por AMV o por ambos. Del recurso interpuesto por una parte se da traslado a la otra por el término de 8 días hábiles para que efectúe los pronunciamientos que considere convenientes. El recurso de apelación es resuelto por la Sala de Revisión del TD.

Con el fin de garantizar la celeridad del proceso, las demás decisiones adoptadas en el curso del proceso disciplinario no tienen recurso alguno.

⁷⁶ La facultad del dictar el Reglamento Interno le corresponde a la Sala de Revisión del Tribunal, de conformidad con el numeral 6 del artículo 98 del Reglamento de AMV.

2.2.7. SANCIONES

El reglamento de AMV prevé los siguientes tipos de sanciones:

TABLA N° 3

Tipos de sanciones	
Personas naturales	Personas jurídicas
Amonestación	Amonestación
Multa	Multa
Suspensión	Expulsión
Expulsión	

Fuente: elaboración propia.

La sanción de expulsión es la más drástica, pues implica que el sancionado no pueda participar de ninguna forma en actividades de intermediación de valores durante un período de 20 años. Se impone a las personas que han cometido infracciones consideradas graves o a quienes han cometido faltas que ponen en entredicho su idoneidad para continuar en el mercado de valores.

La suspensión tiene en la práctica los mismos efectos que la expulsión, con la salvedad de que la suspensión tiene una duración menor, pues actualmente se impone por período máximo de tres años.

La multa es una sanción de carácter económico que puede ir hasta el doble del beneficio obtenido por el infractor sancionado. En los casos en que no pueda establecerse el beneficio económico obtenido, el máximo de la multa es de 100 SMLMV⁷⁷ para personas naturales, y de 1000 SMLMV para personas jurídicas.

La sanción menos grave es la amonestación, que consiste en un llamado de atención formal al sancionado y es utilizada para sancionar faltas leves.

Es posible imponer una o varias de las sanciones mencionadas, dependiendo de la gravedad de los hechos investigados. En este sentido, una expulsión o una suspensión pueden imponerse en concurrencia con una multa. En todo caso, siempre que se obtenga lucro o utilidad económica con la falta cometida es importante imponer la multa para evitar que la violación de las normas del mercado sea rentable.

Para determinar la sanción o sanciones a imponer en un caso determinado, AMV utiliza un modelo de dosimetría sancionatoria, conforme al cual deben considerarse de manera general los siguientes criterios objetivos:

⁷⁷ Salarios mínimos legales mensuales vigentes al momento de la comisión de la infracción.

1. El grado de afectación que produjo la infracción a los bienes jurídicos protegidos por la regulación de valores, como son los derechos de los inversionistas, la transparencia y eficiencia del mercado y la prevención del riesgo sistémico.
2. La gravedad de la conducta, la cual se determina mediante la verificación y ponderación de los atenuantes y agravantes establecidos en el modelo, entre los cuales se encuentran la existencia de antecedentes disciplinarios, el grado de planeación de la conducta, la obstrucción de la investigación, el resarcimiento del perjuicio causado, etc.
3. Las sanciones impuestas con anterioridad para casos iguales o similares.
4. El beneficio económico obtenido con la comisión de la infracción, con miras a establecer la sanción pecuniaria adecuada para evitar, según se dijo, que la violación de las normas del mercado resulte rentable para el infractor.

2.3. ACUERDOS DE TERMINACIÓN ANTICIPADA EN AMV

2.3.1. CONCEPTO

El reglamento de AMV prevé la posibilidad de realizar Acuerdos de Terminación Anticipada (ATA) con los investigados. Los ATA permiten que entre el investigado y AMV se acuerde la sanción a imponer en un caso determinado, es decir, son mecanismos que permiten dar por terminado el proceso por una vía diferente a la del fallo proferido por el TD. Guardadas proporciones, es una figura equivalente a la de una sentencia anticipada en materia penal⁷⁸.

En Colombia los ATA tienen su origen inmediato en los esquemas de autorregulación de las bolsas de valores⁷⁹, donde demostraron ser un instrumento jurídico importante para optimizar el ejercicio de la función disciplinaria. La figura fue tomada de allí y actualmente se utiliza regularmente por AMV.

De hecho, del total de sanciones impuestas por AMV durante los tres primeros años de funcionamiento⁸⁰, el 88% se dio mediante la utilización de ATA. Estas cifras evidencian la importancia de este mecanismo.

78 Sobre las sentencias anticipadas véase los artículos 348 y siguientes del Código de Procedimiento Penal (Ley 906 de 2004).

79 Las sanciones impuestas por las antiguas Bolsas de Bogotá, Medellín y Occidente no están recogidas en ninguna base de datos de consulta pública. Información sobre las mismas debe solicitarse directamente a quienes fueron los liquidadores de dichas sociedades. Existen, no obstante, cuadros no oficiales sobre el tipo de sanciones impuestas por esas bolsas, que por esa circunstancia no han sido citados en este escrito. En lo que se refiere a las sanciones impuestas por la Bolsa de Valores de Colombia –la cual nació como producto de un proceso de integración de las tres bolsas mencionadas–, las mismas pueden consultarse en la página [www.amvcolombia.org.co //Actividad Disciplinaria//Sanciones Bolsa de Valores de Colombia](http://www.amvcolombia.org.co//Actividad%20Disciplinaria//Sanciones%20Bolsa%20de%20Valores%20de%20Colombia).

80 Ver. Numeral 1.2.3. de este escrito.

Este tipo de instrumentos jurídicos no son exclusivos del esquema de autorregulación en Colombia, pues también existen en otras jurisdicciones de tiempo atrás, como ocurre con los *settlement agreements* y las *letters of acceptance* en FINRA⁸¹ y los *settlement agreements* en IIROC⁸², donde funcionan de manera muy similar a como ocurre en Colombia.

Jurídicamente los ATA tienen la naturaleza de un contrato de transacción, en cuanto ponen fin al proceso disciplinario y hacen tránsito a cosa juzgada por los hechos objeto de investigación⁸³.

2.3.2. VENTAJAS

Los ATA tienen las siguientes ventajas principales:

1. Imprimen celeridad a la función disciplinaria, toda vez que la negociación de los ATA agiliza de manera importante la terminación de los procesos disciplinarios.
2. Hacen menos costoso el ejercicio de la función disciplinaria, en la medida en que para terminar el proceso disciplinario se utilizan menos recursos.
3. Permiten cumplir los objetivos de la función disciplinaria, ya que por esta vía se reprimen las malas prácticas de mercado y se sanciona a los investigados con los mismos efectos que tendría un fallo sancionatorio del TD de AMV.

2.3.3. BENEFICIOS

Los ATA también tienen beneficios que conviene resaltar:

1. Crean un escenario propicio para que el investigado y AMV puedan dialogar acerca de los aspectos relevantes del proceso disciplinario.
2. Permiten que los investigados tomen conciencia de la falta disciplinaria que han cometido y de los efectos nocivos que la misma tiene para el mercado, lo que redundará en la mejora de los estándares de profesionalismo y diligencia de los intermediarios y de las PNV.

81 Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) es el autorregulador de valores más importante de los Estados Unidos. Según cifras tomadas de la página web de dicha entidad, durante el año 2008 y hasta el mes de agosto de 2009, el número de settled cases (casos que terminan anticipadamente por acuerdo) en FINRA corresponde a 1.461, mientras que el número de *fully litigated* cases decididos por el Hearing Panel (primera instancia) y por el National Adjudicatory Council (segunda instancia) ascienden sólo a 36 y 29, respectivamente.

82 Investment Industry Regulatory Organization of Canada (IIROC) es la asociación de los autorreguladores de Canadá. Según cifras suministradas por esta entidad, en el año 2008 celebró 16 acuerdos con investigados, lo que representa un 57% del total de sanciones impuestas.

83 Ver. Artículo 2483 del Código Civil.

3. Producen certeza sobre los resultados del proceso disciplinario.
4. Para los investigados el beneficio más importante radica en que con la suscripción de un ATA obtienen descuentos en las sanciones.

2.3.4. PROCEDIMIENTO

Actualmente los ATA son iniciativa de los investigados, en la medida en que sólo ellos pueden solicitar formalmente a AMV la negociación de un acuerdo⁸⁴. Para el efecto, el investigado sólo requiere radicar una comunicación por escrito, poniendo de presente y de manera expresa dicha intención. Una vez radicada la solicitud, el proceso disciplinario se suspende por un término de 40 días hábiles para que las partes puedan negociar los términos del ATA. El investigado puede solicitar la negociación de un ATA desde que da respuesta a la SFE y hasta antes de que el TD haya adoptado una decisión.

El reglamento no prevé un trámite específico para negociar el ATA. Sin embargo, en AMV se utiliza el siguiente procedimiento:

1. Recibida la solicitud, se cita al investigado a una reunión, a la que puede, si es su deseo, acudir en compañía de su defensor o apoderado. Al comenzar, AMV le pone de presente al investigado las reglas de procedimiento para negociar el ATA, las que fundamentalmente son las siguientes: a) las negociaciones están sujetas a reserva; b) nada de lo que se diga en el proceso de negociación puede ser utilizado en etapas posteriores del proceso; c) la solicitud de ATA no se interpreta como una confesión del investigado sobre su responsabilidad, por lo cual es posible abordar el estudio de la misma; d) de no llegarse a un ATA el proceso sigue su curso normal; e) de llegarse a un acuerdo se pone fin al proceso, previo cumplimiento de las formalidades establecidas para el efecto, y f) existencia de descuentos en la sanción a imponer y cálculo de los mismos.
2. Establecidas las reglas de juego, se aborda el estudio de los hechos objeto de investigación, con el fin de lograr un acuerdo sobre los mismos.
3. Seguidamente se analizan las infracciones y la gravedad de las mismas.
4. Por último, AMV indica al investigado la sanción que le correspondería. Esta sanción es establecida por AMV con base en el modelo interno de dosimetría sancionatoria explicado en el numeral 2.2.7. de este artículo. Es sobre esta sanción que AMV otorga los descuentos a los investigados.

84 AMV no puede tomar formalmente la iniciativa para negociar un ATA. En esto hay una diferencia con otras jurisdicciones, donde también los autorreguladores pueden convocar al investigado para proponer un acuerdo.

Cabe señalar que en la negociación de la sanción no se utiliza ni admite la técnica de regateo, en la medida en que las sanciones se establecen con base en el modelo de dosimetría sancionatoria establecido por AMV, lo que significa que en esta materia la negociación se circunscribe al descuento a otorgar sobre la sanción que proporcionalmente corresponda a la infracción, el cual en todo caso tiene un máximo establecido como política interna –hasta una tercera parte–.

Adicionalmente, es claro que en pos de la negociación de un ATA no se admite poner en entredicho la eficacia y efectividad de la función disciplinaria.

2.3.5. EFECTOS

Como ya se ha mencionado, el principal efecto de la suscripción de un ATA es poner fin al proceso disciplinario. Adicionalmente, las sanciones impuestas mediante el ATA tienen los mismos efectos que si se hubieran impuesto por el TD mediante un fallo, motivo por el cual quedan registradas como antecedentes disciplinarios de la persona sancionada.

Por otra parte, en vista de que el ATA es una transacción⁸⁵, pone fin al proceso disciplinario con efectos de cosa juzgada y las obligaciones allí adquiridas prestan mérito ejecutivo⁸⁶.

2.3.6. SANCIONES

Mediante un ATA puede imponerse una cualquiera o varias de las sanciones previstas en el reglamento de AMV. Sin embargo, la sanción que se considere apropiada para la infracción de que se trate puede ser reducida por AMV, como beneficio concedido al investigado por acogerse a este tipo de instrumento.

Los montos de los descuentos de las sanciones no están expresamente señalados en los reglamentos, pero en los ATA suscritos hasta la fecha se puede observar que tales descuentos pueden ser de hasta una tercera parte, dependiendo del momento en el cual el investigado solicite la negociación del ATA.

Ahora bien, dependiendo del tipo de sanción que se imponga, el ATA puede llegar a requerir o no aprobación por parte del TD. En efecto, cuando la sanción impuesta sea de amonestación o multa inferior a 50 SMLMV, el ATA puede ser suscrito directamente por el Presidente de AMV sin más formalidades. En cambio, cuando contiene

85 Ver. Artículo 2469 del Código Civil.

86 El mérito ejecutivo no es una cualidad que *per se* derive legalmente de la transacción. Para que ella la tenga requiere que contenga obligaciones claras, expresas y actualmente exigibles, según lo establece el artículo 488 del Código de Procedimiento Civil.

sanciones de suspensión, expulsión o multas superiores al monto mencionado, el ATA debe ser previamente aprobado por una Sala de Decisión del TD.

3. DEBILIDADES DE LA FUNCIÓN DISCIPLINARIA DE LA AUTORREGULACIÓN EN COLOMBIA

Sin perder de vista la juventud del esquema actual, como también haciendo la salvedad de la subjetividad que pueda derivar de la cercanía que he tenido con el ejercicio de la actividad disciplinaria, considero importante poner de presente que a mi juicio la función disciplinaria en la autorregulación se ha ejercido adecuadamente durante estos tres años, pues claramente ha permitido corregir conductas y malas prácticas, así como sancionar muchos infractores a las normas del mercado, lo cual significa que ha sido exitosa. No obstante, en aras de fortalecerla, es importante que se tengan en cuenta algunas debilidades que me permito explicar a continuación.

3.1. LA ESTRUCTURA

Como se señaló, existe un TD en AMV, quien como órgano independiente tiene la función importante de determinar la responsabilidad disciplinaria de los investigados, y si es del caso sancionarlos. Si bien las personas que conforman el TD son escogidas por el Consejo Directivo por sus innegables calidades personales y profesionales, todos ellos están dedicados principalmente a otro tipo de actividades. En realidad ejercen su labor como miembros del TD como un servicio al esquema de autorregulación y al mercado de valores colombiano, pero al cual únicamente pueden dedicarle tiempo parcial.

Esta situación representa por lo menos dos dificultades: la primera, que los fallos pueden tardar más tiempo en proferirse, y la segunda, de hecho más importante, radica en que quienes ejercen como miembros del TD, al no ser esta su actividad principal, se ven avocados a asumir contingencias que son absolutamente desproporcionadas en relación con el enorme servicio que prestan a favor del mercado, en la medida en que, como consecuencia de las decisiones que adopten, pueden ser objeto de denuncias o demandas de los investigados que afectan su estabilidad personal y patrimonial.

3.2. LA FALTA DE GARANTÍAS

En concordancia con lo señalado en el punto anterior, ha de señalarse que en Colombia no existen normas que otorguen protección a las personas que ejercen una función tan delicada como la disciplinaria. Esto significa que quienes participan en las etapas de

instrucción y decisión de los procesos disciplinarios pueden ser objeto de demandas o denuncias por parte de los investigados. Por esta vía, esos funcionarios en principio pueden ver afectado su propio patrimonio para asumir las defensas y eventualmente las indemnizaciones de perjuicios que llegaren a determinar los jueces.

En esto Colombia tiene un atraso significativo en relación con otros países, pues está claro que la mayoría de jurisdicciones tienen establecida una especie de “*inmuni-dad*” para los funcionarios que ejercen funciones de supervisión y disciplinarias en los mercados financieros y de valores, la cual les ha sido expresamente dada por la normas legales aplicables⁸⁷, en algunos casos, o bien ha sido otorgada por los jueces a través de jurisprudencia reiterada⁸⁸.

Esta falta de garantías y de protección a las personas que ejercen estas funciones afecta la independencia de la función disciplinaria de la autorregulación, como se ha señalado en diversos estudios, y lo ha puesto de presente el propio Comité de Basilea⁸⁹.

Ante esta limitación, AMV internamente ha generado mecanismos para proteger a sus funcionarios y a los miembros del TD, especialmente con la toma de coberturas de seguros especiales y la creación de fondos de respaldo.

3.3. LA FALTA DE UNA JURISDICCIÓN ESPECIALIZADA

No existe a la fecha una jurisdicción especializada en temas financieros y del mercado de valores. La opinión generalizada de quienes hemos tenido que afrontar procesos civiles o penales es la de que materias tan técnicas y especializadas no son de conocimiento de las autoridades judiciales. Esta circunstancia crea una limitación enorme en la generación de jurisprudencia en la materia, y especialmente dificulta la existencia de seguridad jurídica en los mercados, ya que los fallos de los jueces pueden resultar ajenos a las realidades jurídicas y financieras de los mismos.

87 Como ejemplo pueden citarse los casos de Australia, Canadá, Hong Kong, India, Irlanda, Malasia, Nueva Zelanda, Singapur, Reino Unido y Sur África.

88 En Estados Unidos no existe un régimen especial de protección a supervisores financieros o del mercado de valores. Sin embargo, la jurisprudencia siempre ha considerado que les es aplicable el régimen general de protección a funcionarios estatales.

89 Ver. Core Principles For Effective Banking Supervision (Basel Core Principles), Basel Committee on Banking Supervision, 2006. “Principle 1 – Objectives, independence, powers, transparency and cooperation: An effective system of banking supervision will have clear responsibilities and objectives for each authority involved in the supervision of banks. Each such authority should possess operational independence, transparent processes, sound governance and adequate resources, and be accountable for the discharge of its duties. A suitable legal framework for banking supervision is also necessary, including provisions relating to authorisation of banking establishments and their ongoing supervision; powers to address compliance with laws as well as safety and soundness concerns; and legal protection for supervisors. Arrangements for sharing information between supervisors and protecting the confidentiality of such information should be in place.”

En consecuencia puede ocurrir, con gran probabilidad, que las sanciones disciplinarias impuestas por un OA sean revocadas por los jueces por ausencia de entendimiento de las operaciones o conductas sancionadas, o que los efectos penales que en algunos casos tienen las irregularidades a las normas del mercado de valores queden impunes.

3.4. LA POCA UNIFORMIDAD EN LA GRADUACIÓN DE LAS SANCIONES

Se señaló anteriormente en este artículo que tanto los OA como la SFC pueden imponer sanciones derivadas de la violación a normas del mercado de valores. En los pocos casos en que las dos entidades han sancionado a las mismas personas por los mismos hechos, las sanciones no necesariamente han sido las mismas⁹⁰. La diferencia es más notoria cuando se analizan las sanciones impuestas por las dos entidades respecto a hechos de similar gravedad⁹¹. La razón de esta diferencia radica fundamentalmente en que las dos entidades no tienen una base uniforme de sanciones, como tampoco el mismo modelo de cálculo para graduarlas.

La consecuencia natural de esta situación es que se crea la sensación en el mercado de que en algunos casos las sanciones, vistos los antecedentes existentes, son excesivas o laxas en una u otra entidad, lo cual no es conveniente para el mercado. Si esta situación se evalúa en particular sobre los ATA, la sensación puede ser mayor en razón a los descuentos otorgados en las sanciones.

90 Aunque se trate de sanciones impuestas por la Bolsa de Valores de Colombia cuando ejercía funciones de autorregulación, como ejemplo de las diferencias de criterio con respecto a la sanción para una misma infracción, puede citarse el caso de uso de información privilegiada ocurrido en julio de 2003 con relación al dato de inflación de dicho mes. En ese caso, la BVC sancionó a los dos infractores con expulsión para cada uno, mientras la SFC sancionó a uno de ellos con una multa de 155,8 millones y al otro con una multa de 38,9 millones. Sobre esto pueden verse las Resoluciones N° 1405 del 15 de agosto de 2006, 1373 del 11 de agosto de 2006 y 2306 del 21 de diciembre de 2007 de la SFC, por una parte, y las Resoluciones N° 19 del 29 de junio de 2005, 31 del 20 de diciembre de 2005; 18 del 29 de junio de 2005, y 30 del 20 de diciembre de 2005.

91 Entre otros, pueden citarse los siguientes casos: Tratándose de uso de información privilegiada la Superintendencia Financiera ha impuesto multas por 30 millones (véase Resoluciones N° 1512 y 1514 de 2007), mientras AMV por hechos similares ha impuesto sanciones de suspensión que van desde 6 meses a 2 años (véase Resoluciones N° 9 del 17 de octubre de 2007 y 1 del 28 de enero de 2008; 6 del 11 de julio de 2007 y 4 del 27 de mayo de 2008; 10 del 18 de octubre de 2007 y 3 del 27 de mayo de 2008). Tratándose de adulteración de documentación contable la Superintendencia Financiera por un hecho de bastante gravedad—remitir a la SFC la información contable inexacta, falsa o engañosa, que no reflejaba adecuadamente el patrimonio de la sociedad y que no era llevada de conformidad con las normas aplicables—, impuso al presidente de una compañía una sanción consistente en inhabilitación para realizar funciones de administración en entidades vigiladas por el término de 3 meses (véase Resolución N° 786 del 21 de mayo de 2008). Por su parte, a un funcionario que adulteró comprobantes de operaciones AMV le impuso un sanción de suspensión de un año (véase ATA N° 64 del 28 de agosto de 2008).

4. RETOS EN MATERIA DISCIPLINARIA

Es posible realizar modificaciones estructurales al modelo disciplinario de la autorregulación. Sin embargo, en el corto plazo debería abordarse el desarrollo de las siguientes iniciativas.

4.1. LA CONSTRUCCIÓN DE UNA GUÍA SANCIONATORIA

Una guía sancionatoria es un documento en el cual se listan infracciones a normas del mercado de valores y se establece para cada una de ellas un referente de la posible sanción a imponer, teniendo en cuenta la gravedad en sí misma considerada de la infracción y las circunstancias particulares del caso en concreto.

Un documento de esta naturaleza es de enorme importancia, en la medida en que genera uniformidad de criterios entre las personas que de una u otra forma participan en la imposición de sanciones, visto que todas ellas trabajarían con base en los mismos conceptos y presupuestos. Es factible que en una guía sancionatoria se establezcan mínimos de sanción para determinados tipos de infracciones, como también máximos, lo que genera acuerdo en el mercado acerca de la gravedad de la falta.

Desde otro punto de vista, también es una fuente de información importante para los autorregulados, en la medida en que ellos conocen de antemano los resultados que puede tener en materia sancionatoria una determinada conducta, lo que en últimas contribuye a fortalecer la prevención y disuasión de irregularidades.

Debe advertirse que este tipo de documentos no son una camisa de fuerza para el OA, en la medida en que admiten que la graduación de las sanciones pueda ajustarse al caso concreto. Es decir, que para ciertos casos y vistas sus propias circunstancias, puede la persona que la aplique apartarse de lo establecido en la guía en materia de mínimos o de máximos. Habrá otros casos que por su novedad o poca ocurrencia no están previstos de manera expresa en la guía, lo que obligará a quien la utilice a construir el mínimo y máximo de la sanción para ese particular evento, con base en los criterios generales establecidos en la guía. Estas características, lejos de demeritar los beneficios de la guía sancionatoria, reconocen un hecho evidente: no es factible prever todas y cada una de las modalidades y circunstancias en que se cometerán las infracciones, en particular en un mercado cambiante y dinámico como es el de valores. Ello justifica que deba existir flexibilidad para reconocer esas particularidades no previstas inicialmente en la guía sancionatoria. En lo que sí habrá certeza, en todas las investigaciones, es en el hecho importantísimo de que todos los interesados considerarán los mismos elementos a la hora de graduar las sanciones, es decir, utilizarán los mismos criterios generales para determinar la gravedad de la falta y la afectación que ella produce a los bienes jurídicos protegidos por la regulación del mercado de valores.

A nivel mundial existen países como Estados Unidos⁹² y Canadá⁹³, que cuentan con guías sancionatorias desde hace un buen tiempo y que sirven como referencia para que en Colombia se avance en ese sentido.

Sería ideal que entre el OA y la SFC existiera unidad de criterio acerca de la guía sancionatoria, o incluso que las dos entidades adoptaran la misma guía sancionatoria, pues con ello se avanzaría de manera importante en la solidez y uniformidad de las sanciones que se impongan en el mercado de valores colombiano.

4.2. LA INCLUSIÓN DE LA ORALIDAD EN EL PROCEDIMIENTO DISCIPLINARIO

Actualmente el proceso disciplinario es prioritariamente escrito. Las audiencias que se realizan ante el TD, ya explicadas, son ocasionales⁹⁴. En tal sentido, acogiendo la tendencia judicial que existe en Colombia, la cual se ha visto reflejada en materia penal⁹⁵ y últimamente en materia civil, de familia y agraria⁹⁶, es conveniente que el proceso disciplinario de la autorregulación incluya con más énfasis la oralidad, sin que ello implique que el proceso se convierta en un “juicio oral”. En efecto, se lograrían avances importantes en materia de celeridad, intermediación y efectividad si algunas etapas que hoy se surten por escrito se cambian por la realización de audiencias. Ello podría suceder, por ejemplo, con la iniciación del proceso, la formulación de los cargos ante el TD y la sustentación del recurso de apelación.

Adicionalmente, este cambio en el procedimiento permitiría incluir nuevas herramientas procesales, como ocurriría con la creación de una audiencia en la cual las partes pudieran realizar estipulaciones probatorias⁹⁷, lo que facilitaría la depuración de las pruebas que se presentarían ante el TD y por esta vía la resolución más eficiente y adecuada de los procesos.

92 El documento puede consultarse en: <http://www.finra.org/web/groups/industry/@ip/@enf/@sg/documents/industry/p011038.pdf>

93 El documento puede consultarse en: http://www.iiroc.ca/English/Enforcement/Policies/Documents/DisciplinarySanctionGuidelines_en.pdf

94 Del total de casos disciplinarios adelantados a la fecha, las audiencias se han realizado, bien por solicitud de los investigados, o bien por disposición del TD, en una minoría de ellos.

95 El juicio oral se empezó a implementar a partir del 1° de enero de 2005, según la Ley 906 de 2004. Véase artículo 530 de esta misma Ley.

96 Se han designado juzgados pilotos para que resuelvan los procesos utilizando fundamentalmente la oralidad. Las particularidades de su funcionamiento están establecidas en el Acuerdo N° PSAA08-4718 del 27 de marzo del 2008 del Consejo Superior de la Judicatura.

97 Las estipulaciones probatorias existen en el juicio oral en materia penal (numeral 4° del artículo 356 de la Ley 906 de 2004). La importancia de los mismos radica en que de común acuerdo las partes pueden dar por probados hechos, desechar algunas de las pruebas practicadas y escoger otras para hacerlas valer en el juicio.

4.3. LA CREACIÓN DE INSTANCIAS ADMINISTRATIVAS

Cualquier proceso disciplinario, por ágil que sea, implica un consumo de tiempo y recursos administrativos para las partes. Es decir, independientemente de las consecuencias puramente sancionatorias, siempre resulta costoso para ellas, razón por la cual es procedente indagar si es factible que algunas infracciones a normas del mercado puedan corregirse sin recurrir a un trámite disciplinario, y la respuesta, en mi sentir, es afirmativa, dependiendo del tipo de infracción de que se trate.

Para el caso particular del ámbito de la autorregulación, sería conveniente crear un proceso de tipo administrativo, no disciplinario, que permitiera a los intermediarios liquidar y pagar directamente el incumplimiento a límites legales establecidos por las normas vigentes, en cuanto ellos tengan relación con la intermediación de valores. Como ejemplo podría citarse la violación a los límites establecidos para realizar operaciones repo por cuenta de terceros⁹⁸. En estos casos, sería el propio intermediario, quien sin mediar proceso disciplinario, decida voluntariamente pagar la sanción que previamente esté establecida por el OA, mediante un trámite puramente administrativo. Esta solución, así implique el pago de una multa, hace que el trámite sea menos costoso para las partes en todos los sentidos. En todo caso, si el intermediario considera que el límite está mal calculado o no está de acuerdo con la existencia de la violación al límite, debe conservar la posibilidad de discutir y controvertir la situación, lo cual debe necesariamente tramitarse en un proceso disciplinario para garantizar el debido proceso a favor del intermediario.

4.4. NUEVAS SANCIONES

Como se señaló anteriormente, la función disciplinaria es prioritariamente represiva. No obstante, dentro de un esquema de autorregulación es factible que las sanciones también puedan ser utilizadas directamente como herramientas que fomenten la educación y profesionalización de los sancionados y de otros participantes del mercado. Para cumplir este propósito, sería interesante contemplar sanciones que de manera principal o de forma complementaria a otro tipo de sanción, conlleven la obligación para el sancionado de fortalecer sus conocimientos o su capacitación en determinada área de la normatividad del mercado de valores⁹⁹. Con ello, el sancionado elevaría su nivel de conciencia acerca de la regulación aplicable, su interpretación y efectos en determinada materia, lográndose un efecto preventivo importante. La sanción tendría aplicación primordialmente para las PNV que no están obligadas a certificarse¹⁰⁰.

98 Actualmente estos límites están establecidos en el artículo 3.3.6.1. de la Circular Única de la BVC.

99 Para ello el sancionado debería tomar un curso o un diplomado cuyo contenido sea previamente establecido por el OA, o presentar un examen con un temario específico también determinado por el OA.

100 Esto en razón a que se parte de la base de que quienes se han certificado ya acreditaron que tienen los conocimientos mínimos establecidos para participar en el mercado. Hay que aclarar que no todas las PNV están obligadas a certificarse.

Tratándose de entidades que son intermediarios, la sanción podría consistir en que la persona jurídica prepare e imparta una capacitación a sus PNV en determinados aspectos, con miras a que éstas igualmente eleven sus estándares de profesionalismo. Este tipo de sanción podría estar acompañada o ser complementaria a otro tipo de sanción y resultaría muy efectiva en los casos en que se observa que al interior de un intermediario un número importante de sus PNV incurren en determinado tipo de infracción, lo cual puede obedecer a falta de conocimiento específico acerca de la misma.

Por otra parte, y con el mismo propósito educativo y preventivo, en este caso enfocado hacia otros participantes del mercado, la persona sancionada podría aceptar realizar una especie de “*trabajo social*” en favor del mercado de valores, en virtud del cual adelantaría, entre otras, capacitaciones gratuitas en temas legales y/o financieros ante ciertos grupos de interés establecidos previamente por el OA¹⁰¹, o incluso podría plantear ante sus pares de la industria, en una mesa redonda o conferencia, los efectos nocivos que tuvo su conducta en el mercado, con el objeto de que dichos pares se abstengan de realizarla.

4.5. “INMUNIDAD”

De acuerdo con lo que se señaló en el numeral 3.2. de este artículo, con miras a fortalecer la imparcialidad e independencia de la función disciplinaria de la autorregulación, es importante que en Colombia se avance en la construcción legal de un mecanismo de protección hacia las personas naturales que al interior de los OA participan de una u otra manera en el ejercicio de la misma.

Este mecanismo de protección, que aquí hemos denominado “*inmunidad*” pero que podría llamarse de cualquier forma, estaría fundado en el reconocimiento de que el responsable por el ejercicio de la función disciplinaria es el OA. Esta verdad jurídica, que casi resulta obvia, tendría un efecto importante legalmente hablando: cualquier acción, bien sea de naturaleza judicial o administrativa, debe dirigirse, única y exclusivamente, en contra del propio OA. De esta forma, ningún tercero podría interponer acción alguna en contra de las personas naturales designadas por el OA para ejercer la función disciplinaria.

El hecho de que las personas naturales de los OA puedan actuar libres de todo apremio en cuanto a los efectos de sus decisiones, evidentemente las libra de consideraciones ajenas al caso disciplinario que tienen que resolver, es decir, las ayuda a obrar en forma más objetiva e independiente, asunto que redundaría en el correcto funcionamiento de la autorregulación.

101 Estos grupos de interés podrían ser estudiantes universitarios o de colegios, funcionarios de entidades estatales, etc.

La experiencia colombiana en este sentido evidencia la necesidad de esta herramienta de protección, pues en el corto tiempo de tres años se ha visto cómo en contra de personas naturales vinculadas a la función disciplinaria se han presentado denuncias y quejas administrativas ante la SFC, incluso antes de que los procesos disciplinarios hayan terminado, haciendo más claro que se ha tratado de herramientas de presión en contra de esas personas para tratar de afectar su toma de decisiones.

La existencia de este tipo de protección para los funcionarios no implica que las personas sancionadas pierdan posibilidades jurídicas para demandar las sanciones o reclamar las indemnizaciones de perjuicios que se llegaren a causar. Ellos –los que se sientan perjudicados– pueden hacer efectivos sus derechos demandando al OA directamente, quien en realidad, como se dijo, es el responsable por el correcto ejercicio de la función disciplinaria.

Ahora bien, ha de señalarse que la protección de la que se habla no está encaminada a que los funcionarios, con base en ella, obren con total falta de responsabilidad o, lo que sería peor, abusen de su cargo e incurran en arbitrariedades. Debe, entonces, estar absolutamente claro que en los casos en que esos funcionarios incurran en dolo o culpa grave en el ejercicio de sus funciones, será el propio OA quien deba repetir en contra de ellos para hacerles efectivas las indemnizaciones que por su actuar haya tenido que asumir, independientemente de las demás acciones que deban adoptar¹⁰².

Debe señalarse, no obstante, que en algo se avanzó en la última reforma financiera recientemente aprobada –Ley 1328 del 15 de julio de 2009–, pues en su artículo 73 se estableció que las acciones de impugnación de las decisiones adoptadas por los OA deben interponerse únicamente en contra de dichos organismos¹⁰³. Por vía de interpretación es factible considerar que de esta forma se quiso dejar en claro que la responsabilidad patrimonial por las decisiones disciplinarias recae únicamente en el OA y no en las personas que ejercen esa función. Sin embargo, ello no garantiza que dichas personas no puedan ser objeto de otro tipo de acciones igualmente encaminadas a afectar su objetividad e imparcialidad, tal como se explicó.

Las consideraciones realizadas en cuanto a los funcionarios que ejerzan la función disciplinaria de los OA son igualmente válidas si se aborda el caso de los funcionarios que hacen lo propio en la SFC, quienes tampoco tienen protección alguna. Lo adecuado, entonces, sería que en la próxima reforma financiera se estableciera de una

102 Como, por ejemplo, terminarles los contratos de trabajo, si es del caso, o vetarlos para que no puedan volver a participar en un futuro en el esquema de autorregulación y menos en el órgano sancionatorio.

103 Ver. Numeral 2.1.7. de este escrito.

vez por todas esta garantía en favor de las personas que sirven al mercado ejerciendo funciones disciplinarias o sancionatorias, tanto en OA como en la SFC¹⁰⁴.

CONCLUSIONES

El esquema de autorregulación de los intermediarios de valores en Colombia, a pesar de su reciente implementación –apenas 3 años de funcionamiento–, ha sabido capitalizar la experiencia que en esta materia tuvieron las bolsas de valores durante más de 70 años. Esto ha permitido que desde un comienzo se haya concebido e implementado una estructura adecuada en función de las condiciones del mercado colombiano, la cual incluso es un referente a nivel internacional. En lo que se refiere al aspecto disciplinario del esquema de autorregulación, ha de decirse que el mismo está fundado en el respeto al debido proceso y en general es bastante garantista para los investigados. Esta característica se ha combinado relativamente bien con el cumplimiento de los principios de celeridad, economía y eficiencia, visto que la respuesta disciplinaria a las infracciones advertidas ha sido pronta y adecuada.

Los ATA son instrumentos que permiten el cumplimiento de los objetivos y principios que rigen el proceso disciplinario, y en Colombia la experiencia demuestra que éstos se celebran con parámetros que garantizan la objetividad y el rigor de las negociaciones que los anteceden, como también la proporcionalidad y el efecto disuasorio de las sanciones impuestas mediante los mismos. Esto ha permitido que, al igual que ocurre en los Estados Unidos, se hayan convertido en la principal forma de terminar los procesos disciplinarios.

A partir de los planteamientos efectuados en este escrito, se tiene que existen tres aspectos fundamentales que van a permitir el fortalecimiento de la función disciplinaria de la autorregulación: 1) la inclusión gradual de la oralidad en el proceso disciplinario, con miras a lograr más celeridad, economía y especialmente inmediatez de los miembros del TD con las pruebas y hechos objeto de investigación; 2) la creación de una guía sancionatoria, la cual debería ser esencialmente la misma para el OA y para la SFC, lo cual va a permitir que exista más uniformidad de criterios en cuanto a la gravedad de las infracciones y las sanciones a imponer, o por lo menos para las más importantes, sin perder de vista que este tipo de guías admiten flexibilizar los criterios adoptados para aplicarlos a las circunstancias especiales de cada caso en particular, y 3) el otorgamiento de una protección legal (“*inmunidad*”) a los funcionarios de los OA y de la SFC que ejercen funciones disciplinarias, salvo cuando no obren de

104 En el proyecto de la última reforma financiera, que culminó con la expedición de la Ley 1328 de 2009, se había incluido un régimen de protección para los funcionarios de la SFC, el cual no fue aprobado por el Congreso.

buena fe, lo cual en general es un estándar internacional que Colombia debe adoptar en el corto plazo con el propósito de fortalecer la independencia y objetividad de la actividad disciplinaria o sancionatoria.

Los resultados del OA, no sólo los referidos al aspecto disciplinario, permiten vaticinar que la autorregulación en Colombia está preparada para afrontar de una mejor manera los retos futuros y para convertirse en motor de desarrollo del mercado de valores colombiano, otorgando seguridad y un ambiente de cumplimiento y respeto por las normas establecidas, brindando así confianza a los inversionistas y demás agentes que participan en el mercado.

Para el momento en el cual escribo este artículo, la autorregulación que tradicionalmente ha estado referida a la intermediación de valores quiere hacerse extensiva a otras actividades. El primer ejemplo de ello deriva de la intención de la propia industria para crear un esquema de autorregulación voluntario aplicable al mercado de divisas, el cual está en la etapa de implementación y será desarrollado también por AMV. Muy seguramente entrará en funcionamiento en el 2010.

El segundo consiste en la obligación que acaba de imponer el artículo 99 de la Ley 1328 de 2009 a las entidades vigiladas por la SFC, según el cual dichas entidades deberán crear un esquema de autorregulación que tiene como propósito *“identificar prácticas restrictivas que incidan en la determinación de las tarifas y comisiones de los productos y servicios financieros”*.

Como se observa, en Colombia existe confianza en las bondades de la autorregulación, al punto de que ella se ha hecho extensiva a otras actividades y aspectos de las entidades financieras, lo cual en mi opinión significa que su referente inmediato, es decir, la autorregulación de la intermediación en el mercado de valores, a la que me he referido a lo largo de este escrito, ha demostrado ser un factor importante en la preservación de la confianza de los inversionistas y la transparencia del mercado. Los signos externos indican que esta percepción no es sólo mía sino también de la industria y las autoridades públicas.

BIBLIOGRAFÍA

LIBROS

- A, Nieto Martín, *Responsabilidad social, gobierno corporativo y autorregulación: sus influencias en el derecho penal de la empresa*, 5 *Polít. crim.*, A3-5, (2008). En: [www.politicacriminal.cl/n_05/a_3_5.pdf]
- J, Steve Pardo, *Autorregulación, Génesis y Efectos*, (Aranzadi, Pamplona, 2002).
- M, Darnaculleta Gardella, *Autorregulación y Derecho Público: La autorregulación regulada*, (Marcial Pons, Madrid, 2005).
- M, Maroto Calatayud., L, Arroyo Jiménez., M, Darnaculleta Gardella., & otros, *Autorregulación y Sanciones*, (Lex Nova, Valladolid, 2008).

ARTÍCULOS

- A, Ogus, *Rethinking Self-Regulation*, *Oxford Journal Of Legal Studies*. (1995).
- E.L, Ariza Marín, *La Autorregulación en el Mercado de Valores en Colombia*, *Revista Iberoamericana de Mercados de Valores*, 39, (Julio de 2007).
- M, Rosillo Rojas, *La Autorregulación en el Mercado de Valores*, 39 *Revista de Derecho Privado*, (Universidad de los Andes y Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia AMV, Septiembre de 2008).

NORMATIVIDAD COLOMBIANA

Constitución Política de Colombia

Código Civil

Código de Procedimiento Civil

Código de Procedimiento Penal

Ley 270 de 1996

Ley 964 de 2005

Ley 1328 de 2009

Decreto 4327 de 2005

Decreto 1565 de 2006

Decreto 3139 2006

Decreto 4668 2007

Resolución 400 de 1995

Estatutos de AMV

Circular Única de la BVC

JURISPRUDENCIA Y RESOLUCIONES

Sentencia C-692 de 2007, Magistrado Ponente: Dr. Rodrigo Escobar Gil.

Sentencia T-649 de 1998, Magistrado Ponente: Dr. Antonio Barrera Carbonell.

Sentencia C-244 de 1996, Magistrado Ponente: Dr. Carlos Gaviria Díaz.

Tribunal Disciplinario de AMV Sala de Decisión N°. 2 - Resolución N°. 04 del 25 de mayo de 2007.

OTROS DOCUMENTOS

Core Principles For Effective Banking Supervision (Basel Core Principles), Basel Committee on Banking Supervision, 2006.

Conceptos del 4 y 18 de noviembre de 2008 del Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

PÁGINAS WEB

www.amvcolombia.org.co/commons/popup.php?../objects/data/b_20070326153120.jpg

www.iiroc.ca/

www.finra.org/web/