

**EL DERECHO BURSÁTIL  
UNA NUEVA EXPRESIÓN DEL DERECHO ECONÓMICO**

**Por:  
JUAN CAMILO RESTREPO SALAZAR**

**Presidente Comisión Nacional de Valores**

## ✓ EL DERECHO BURSÁTIL – UNA NUEVA EXPRESIÓN DEL DERECHO ECONÓMICO\*

- \* Palabras pronunciadas por el Doctor JUAN CAMILO RESTREPO SALAZAR, Presidente de la Comisión Nacional de Valores, en el Seminario sobre Derecho Económico, Universidad Bolivariana, Medellín Junio 14 de 1984.

El autor agradece muy especialmente al doctor Luis Fernando Uribe R. y a la doctora Ligia Helena Borrero su valiosa colaboración en la preparación de esta charla.

### LA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES

#### ANTECEDENTES, JUSTIFICACIÓN DE SU INTERVENCIÓN Y FUNCIONES

La creación de la Comisión Nacional de Valores en el año de 1979, fué la respuesta legislativa que se concretó en la Ley 32, a una **necesidad** que de tiempo atrás había surgido en nuestro país y que ya constituía una realidad inveterada en otros países del mundo.

En efecto, la depresión de los años 30 en los Estados Unidos puso de manifiesto una serie de maniobras dolosas y fraudulentas en que se venía incurriendo dentro del mercado de valores de dicho país, a las que intentó poner freno con la creación de la "Comisión Nacional de Valores y Bolsas".

En nuestro Continente fué Argentina en 1937, el país precursor en la creación de un ente administrativo de esta clase. Con finalidades similares, México en 1946, creó la "Comisión Nacional de Valores", al parecer la más directa inspiradora de los primeros intentos que en este sentido se hicieron en Colombia. Al año siguiente en nuestro país una Comisión de expertos financieros de la que hacía parte don Jorge Soto del Corral, propuso la creación de un organismo que regulara el Mercado Público de Valores. En ese mismo año (1947) se presentó a la Cámara un proyecto de ley por medio del cual se creaba a la "Contraloría de Bolsas de Valores". Ninguna de las anteriores iniciativas lograron convertirse en leyes de la República.

En 1961, renació nuevamente esta inquietud en el Presidente de aquel entonces y su ministro de Hacienda, Doctores Alberto Lleras Camargo y Hernando Agudelo Villa respectivamente. En 1971 el Grupo de Estudio de las Instituciones Financieras, recomendó la creación de la Comisión Nacional de Valores. Estas iniciativas tampoco prosperaron.

Es así como se llegó finalmente al año de 1979, cuando los Ministros de Hacienda y Desarrollo, Doctores, Jaime García Parra y Gilberto Echeverri Mejía, presentan a consideración de la Cámara de Representantes el proyecto de ley por la cual se crea la Comisión Nacional de Valores, aprobada por el Congreso de la República mediante la Ley 32 de dicho año. La aparición de este organismo ofi-

cial especializado es el producto del incremento en el desarrollo del mercado monetario y de capitales en las últimas décadas. En estos términos se expresaron los autores del proyecto en el que se consideró que era impostergable la racionalización en el uso de los recursos. Los que no orientados adecuadamente permanecerían ociosos o conservarían altos grados de liquidez perturbando el equilibrio monetario interno y conduciendo a la descapitalización del sector real de la economía. Con la creación de la Comisión Nacional de Valores entre otras cosas, se busca la ampliación y el mayor desarrollo del mercado de capitales en el cual se creen mecanismos de formación racional en los precios, adecuando así las tasas de retribución a los riesgos y un equilibrio en la demanda de provisión de ahorros.

Visto desde este ángulo, el mercado de valores constituye un elemento insustituible en el desarrollo de cualquier país, ya que las empresas demandantes de capital a largo plazo via emisión de acciones u obligaciones a su cargo, cuando son adquiridas por los inversionistas cierran el ciclo económico formado por la oferta y la demanda de recursos financieros, que completan lo que las unidades productivas obtienen a través de otros canales de crédito. Es por lo anterior por lo que ha sido prioritario en los últimos años propender al aumento en el desenvolvimiento de un mercado de valores altamente eficiente, en el que se evite la concentración de capitales o desviaciones de cualquier índole que generen distorsiones que puedan alterar la credibilidad de inversionistas y ahorradores. En esta forma se consideró que la Comisión Nacional de Valores, para poder ser un idóneo instrumento de intervención del estado para la consecución de sus fines y políticas económicas, habría de contar con funciones y facultades tales, que le permitieran fortalecer los pilares sobre los cuales se sostiene este mercado, como son las sociedades emisoras de papeles objeto de la transacción, los inversionistas que los adquieren y los intermediarios a través de los cuales se desarrolla el proceso.

Conviene destacar algo que la experiencia ha demostrado. Los países con un mercado de valores razonablemente sano, han tendido a una mayor productividad del capital que aquellos países con sistemas menos eficientes. En estos términos, el desarrollo de dicho mercado es hoy en día una necesidad prioritaria, en cuyo logro se hace necesaria la intervención estatal para restablecer el equilibrio perdido en la lucha por la propiedad de los capitales y la tendencia creciente a que la financiación de las industrias y el sector privado se haga a través de deudas utilizando fondos a corto plazo para propósitos a largo plazo.

Independientemente de la concepción que se tenga acerca del grado de intervención que el Estado deba ejercer sobre su economía, lo cierto es que existen menos posibilidades de lograr un mercado sano si la administración no participa ejerciendo una regulación adecuada y oportuna, con el objeto de brindar seguridad y estabilidad al pequeño inversionista o ahorrador que la requiera para canalizar su ahorro hacia el sector productivo de la economía.

Pero aún cuando las medidas para eliminar el peligro de transacciones manipulativas y fraudulentas son condición necesaria pero no suficiente para el desarrollo del mercado, el objetivo de la protección al inversionista debe ser solo un paso intermedio hacia ese objetivo final y más importante del "interés público", de adelantar el crecimiento saludable del mercado de valores, haciéndolo una atractiva fuente de instrumentos de ahorro para la inversión.

En este sentido la Comisión Nacional de Valores puede ser considerada como una entidad de y para el desarrollo que, sienta las bases para la formación de un amplio mercado de valores, mejore la eficiencia en el uso del capital y ayude a acrecentar la cantidad de ahorro interno que fluye hacia la inversión productiva.

Así las cosas – se decía en la exposición de motivos de la Ley 32/79, la presencia de este ente estatal no impone de manera alguna el rompimiento de los esquemas jurídicos tradicionales, sino más bien significa que el Estado entra a protagonizar un papel de COADYUVANCIA en el Mercado de Valores.

La Comisión Nacional de Valores y sus funciones:

La Ley 32 de 1979 define a la Comisión Nacional de Valores como un organismo vinculado al Ministerio de Desarrollo Económico cuyas funciones son el estímulo, la organización y la regulación del Mercado Público de Valores. Adicionalmente, otras Leyes, Decretos y Resoluciones han complementado e introducido nuevas orientaciones al papel que esta Comisión desempeña.

Esta entidad cuenta para su funcionamiento con tres clases de órganos los cuales se han estructurado de tal manera que la calidad y formación de sus miembros, le permita disponer de los elementos de juicio suficientes para el cabal desempeño de sus labores. Ellos son la Sala General, la Presidencia y el Comité Consultivo.

En este orden de ideas podemos agrupar de la siguiente forma las funciones que en los distintos órdenes se han confiado a este Organismo:

1. Funciones que tienden a la Organización del Mercado Público de Valores:
  - a. Organización de lo referente al Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

En otras palabras, corresponde a la Comisión la fijación de los requisitos indispensables para inscribir los documentos y los intermediarios que; el señalamiento de las pautas que servirán de base para ordenar el registro de los documentos que se creen en el futuro, etc. (Numeral 1, 2 y 6, artículo 9, Ley 32 de 1979).

Es clara la importancia que el Registro tiene en el Mercado de Valores, puesto que a través de él se brinda una adecuada información al inversionista, ya que en condiciones de incertidumbre en torno a la naturaleza de los documentos que se negocian en el mercado, difícilmente podrá realizarse un significativo volumen de operaciones. No en vano se dice que el Mercado de Valores es un mercado de información.

- b. La fijación de las condiciones para la admisión de los miembros de las Bolsas de Valores, luego de verificar la idoneidad y solvencia moral de los interesados. (Numeral 5, artículo 9, Ley 32 de 1979).
2. Funciones de Regulación del Mercado Público de Valores:

Para la regulación del Mercado Público de Valores, la Comisión deberá:

- a. Controlar todo lo referente al Registro Nacional de Valores e Intermediarios, solicitando para ello las informaciones que juzgue necesarias, así como para la actualización de dicho registro. (Numeral 1,2 y 6 artículo 9, Ley 32 de 1979).
- b. Determinar aquellas transacciones que deben llevarse a cabo en Bolsas de Valores, siempre que esta medida busque la realización de los objetivos de la Comisión y se refiera a operaciones con documentos inscritos en ella. (Numeral y artículo 9, Ley 32 de 1979).
- c. Adoptar las medidas de carácter general que se requieran para la protección de los sanos usos y prácticas que deban observarse dentro de un Mercado de Valores. (Numeral 14, artículo 9, Ley 32 de 1979).
- d. Velar porque quienes participen en él ajusten sus operaciones a las normas que los regulan y adoptar las medidas conducentes para proteger los intereses de quienes hayan efectuado inversiones en documentos de que trata la Ley 32 de 1979. (Números 16 y 18, artículo 9, Ley 32 de 1979).

Para una mayor eficacia en la organización y regulación del Mercado Público de Valores el Decreto 2920 de 1982 en su artículo 27, otorgó a la Comisión Nacional de Valores el control y vigilancia administrativos sobre las Bolsas de Valores, los Comisionistas que en ellas operan y las Sociedades Administradoras de Inversión.

En los términos de dicho Decreto, este control y vigilancia se efectuará de conformidad con las disposiciones del Decreto 1169 de 1980, y para efectos de llenar los vacíos que pudieran presentarse, deberá acudir a las normas que sobre el particular tenga la Superintendencia Bancaria.

Con estas medidas se unificó el control de dichas entidades y se radicó exclusivamente en cabeza de la Comisión el control objetivo y subjetivo que sobre dichos intermediarios de valores ejercían antes dicha entidad y Superintendencia Bancaria.

### 3. Funciones de la Comisión para la promoción del Mercado de Valores.

Quizá la función más importante que requiere de un fuerte impulso y hacia la cual están dirigiendo sus esfuerzos, el Congreso de la República, el Gobierno Nacional, la Junta Monetaria y la propia Comisión Nacional de Valores, es la de Promoción del Mercado Público de Valores. Es importante destacar sobre el particular que la Ley 32 de 1979, (una de las pocas en el mundo), dejó en su texto plasmados no solamente la función misma del estímulo, sino también los instrumentos necesarios para ejercerla. En estos términos la Comisión debe:

- a. Adoptar las medidas necesarias para promover el desarrollo de este mercado. Una de dichas medidas consiste en solicitar a las Bolsas, Comisionistas y Emisores de los documentos inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, o hacer por sí misma, la publicación de todas aquellas informaciones que juzgue conveniente para el desarrollo

del Mercado de Valores y que contribuyan a la seguridad de las inversiones. (Numerales 3 y 9, artículo 9 Ley 32 de 1979).

- b. Autorizar los programas publicitarios sobre aquellos valores que se ofrecen al público, puesto que la información veraz y oportuna se constituye en medio de defensa y por lo tanto de estímulo para el inversionista o ahorrador que busca certeza en los precios y en las condiciones fundamento de su decisión, de tal manera que efectivamente se refleje la situación real de la oferta y la demanda de valores, y debiéndose por tanto, propender a un acomodamiento entre la publicidad y la realidad económica en los valores ofrecidos. (Numeral 8, artículo 9, Ley 32 de 1979).
- c. Autorizar y vigilar el funcionamiento de depósitos centralizados de valores, de sistemas de compensación y de información centralizada de operaciones, así como de otros mecanismos que faciliten el trámite de los mismos o el perfeccionamiento del mercado.
- d. El Congreso de la República a través de la Ley 9 de 1983, recogió una serie de iniciativas planteadas por el Gobierno Nacional que respondía a recomendaciones planteadas por diversos sectores de la economía y de la administración (entre ellos la Comisión Nacional de Valores) en dichos términos se concedió una serie de beneficios tributarios para aquellas sociedades sobre las cuales la Comisión Nacional de Valores certificará su condición de abiertas en cuanto cumpliera con todos los requisitos en la Ley señalados, o para aquellas sociedades anónimas no abiertas que celebrarán con este Organismo un Compromiso de Apertura.

Adicionalmente la Junta Monetaria creó el Fondo de Capitalización Empresarial a través del cual se suministró crédito preferencial para la adquisición de nuevas emisiones de acciones o de bonos convertibles en acciones de Sociedades Anónimas Abiertas, calificadas como tales por la Comisión Nacional de Valores o que celebraren con ella un compromiso de apertura. (Resolución 16 de 1983 de la Junta Monetaria).

Existe otra función que por participar de las finalidades antes señaladas (organización, regulación y promoción del mercado público de valores) la hemos dejado en último término. Se trata de la autorización que esta Comisión debe dar a la oferta Pública de los Valores, teniendo en cuenta las condiciones económicas y financieras del Mercado (Numeral 4, artículo 9 de la Ley 32 de 1979). La Oferta Pública, tiene un doble radio de acción. En efecto, la Oferta Pública puede llevarse a cabo tanto en el Mercado Primario como en el Secundario. En el Primario con el objeto de invitar a la suscripción de nuevas emisiones de acciones u otros valores. En el Mercado Secundario, para la adquisición o venta de valores que ya han sido previamente colocados por su emisor entre los inversionistas.

- La autorización de la Oferta Pública a realizarse en el Mercado Primario, tiene por objeto garantizar que los destinatarios de la oferta dispongan de la suficiente información económica y financiera respecto de la sociedad emisora, facilitando así los recursos disponibles hacia inversiones productivas, contribuyendo de esta manera con las empresas a cambiar su financiación de corto plazo. Existe oferta pública de acciones en el Mercado Primario cuando los

valores son ofrecidos a personas indeterminadas o cuando por cualquier medio de comunicación ellos se ofrecen a grupo o sector de personas determinadas. (Resoluciones 001 de 1981 Sala General y 030 de 1982, Presidencia de la Comisión Nacional de Valores).

- Por su parte, la Oferta pública en el Mercado Secundario, permite la extensión del mejor precio por prima de control, puesto que su finalidad es la de que cualquier inversionista pueda participar en la mejora del precio derivado de tomas de control, impidiendo así aquellas prácticas, en las cuales los dueños o controladores se vendían entre sí grandes paquetes de acciones a precios considerables sin que el pequeño o mediano inversionista pudiese negociar a ese mejor precio. De otra parte, dicho mecanismo propende para que las tomas o transferencias de control se realicen a la luz pública y no a espaldas del mercado. En estos términos, actualmente debe realizarse oferta pública de compra cuando quiera que alguna persona o grupo de personas desee convertirse en beneficiario del 10o/o más de las acciones en circulación de cualquier sociedad por acciones que posea un número igual o superior a 500 accionistas, o cuando se posea el 10o/o ya señalado y se busque incrementarlo en un porcentaje igual o superior al 5o/o de las acciones en circulación.

De otra parte, la persona o grupo de personas que desee adquirir acciones de sociedades del sector financiero con menos de 500 accionistas inscritas en el Registro Nacional de Valores y dentro de los porcentajes y características señalados, debe informar su decisión a este organismo y aportar la información exigida en la Resolución 005 de 1982 de la Sala General de la Comisión Nacional de Valores. En estos términos y mediante oferta pública de compra, cualquier accionista que se entere de ella, podrá vender sus acciones al precio establecido en el aviso de intención o de oferta.

Finalmente, para hacer efectivo el control sobre la oferta pública que ejerce la Comisión Nacional de Valores, en la Ley 32 de 1979 se establece la ineficacia como sanción para todos los actos jurídicos celebrados como consecuencia de una oferta pública no autorizada por ella. (Artículo 10, Ley 32).

## **EL DERECHO BURSÁTIL – UNA NUEVA EXPRESION DEL DERECHO ECONOMICO**

Como ha quedado dicho, la Ley 32 de 1979 constituye una típica manifestación de la intervención estatal en la economía, orientada en este caso a organizar, controlar y sobre todo, estimular nuestro incipiente mercado de capitales. Dicha intervención —desarrollada básicamente a través de los diferentes actos administrativos emanados de la Comisión Nacional de Valores— conlleva el nacimiento de una nueva disciplina jurídica: el Derecho Bursátil. Cabe advertir que el adjetivo “bursátil” lo empleamos aquí en su acepción más lata, en tanto comprende no solo el mercado de las Bolsas de Valores sino también el que tiene lugar por fuera de éstos establecimientos.

Queremos destacar, en esta oportunidad, cómo el derecho bursátil, en tanto constituye una nueva manifestación del derecho económico, presenta una serie de rasgos o características muy particulares, diferentes de las que generalmente se predicen de las disciplinas jurídicas tradicionales. Estas características son funda-

mentalmente una consecuencia de la teleología que informa la regla jurídica de derecho económico, cual es la de servir como **instrumento** para ejercer en la forma más eficazmente posible ciertas funciones frente a la economía. Sea cuales fueren los objetivos perseguidos en materia de política económica a través de la norma de derecho económico, ésta siempre se nos presenta como una herramienta que el derecho pone al servicio de la economía. En el caso específico de la norma de derecho bursátil, su propósito último no es otro distinto a crear un marco jurídico, unas reglas de juego al amparo de las cuales pueda desarrollarse un mercado de capitales amplio y vigoroso, que movilice hacia la inversión productiva el escaso o limitado ahorro disponible en nuestra economía.

En las próximas líneas intentaremos hacer un inventario, por cierto no exhaustivo, de estas características particulares de la norma de derecho económico, señalando, a lo largo de nuestra exposición, algunos casos o expresiones concretas de las mismas en el campo del derecho bursátil.

### **1. La principal fuente del derecho económico no es la ley, sino el acto administrativo.**

Como es bien sabido, una de las tendencias de nuestro sistema político constitucional es la de investir al ejecutivo de mayores facultades especialmente en lo que se refiere a la regulación de los complejos fenómenos económicos de los tiempos modernos con lo cual la función principal del Congreso pasa a ser la de fiscalizador de la acción del primero. Es así como aparece la técnica legislativa de las leyes marco o cuadro, donde el Congreso se limita a fijar de manera general un marco jurídico dentro del cual pueda el Ejecutivo actuar con cierta libertad y flexibilidad, adaptando las normas a las cambiantes condiciones de la vida económica. A nadie se le ocurre hoy en día, por ejemplo, que mediante ley del Congreso de la República se regulen materias tales como el salario mínimo, el encaje bancario, la tasa de interés, la tasa de cambio, etc.

Este sistema de las leyes cuadro fué felizmente el empleado por el legislador al expedir la Ley 32 de 1979, por la cual se creó la Comisión Nacional de Valores. Esta ley, en efecto, se limita a definir los aspectos fundamentales de la intervención del estado en el mercado de valores, como son el organismo a través del cual se ejercerá tal intervención, las facultades del mismo, y el ámbito material dentro del cual éste habrá de ejercer su competencia (o sea el mercado público de valores). Pero la ley, sabiamente, no va más allá. Así lo exige la naturaleza esencialmente mutante y cambiante de los fenómenos económicos que se pretenden regular y encauzar a través de la intervención en ella ordenada.

Los ejemplos abundan: Es la Comisión Nacional de Valores, y no la ley, quien definirá los requisitos mínimos que debe reunir un documento para poder ser inscrito en el Registro Nacional de Valores y, en consecuencia, poder ser objeto de oferta pública en el mercado de valores; así como también, será la propia Comisión la que mediante acto administrativo señale las condiciones para la admisión de los miembros de las bolsas de valores, la que determine los documentos sujetos al régimen de la ley 32, la que disponga cuáles transacciones deben llevarse a cabo obligatoriamente en bolsas de valores, la que establezca los requisitos mínimos sobre forma y contenido de los estados financieros de quienes participan en el mercado, etc.



## 2. Movilidad de la norma.

La norma de derecho económico, por la índole misma de la materia que regula —siempre cambiante— no puede tener la permanencia o durabilidad que sí tienen otras normas pertenecientes a otras ramas del derecho, como son las del derecho civil, por ejemplo.

Una disposición puede ser conveniente bajo determinadas condiciones económicas y dejar de serlo ante una modificación de tales condiciones. Así, por ejemplo, el mecanismo de los Certificados de Cambio resultó muy útil mientras subsistió la bonanza cambiaria, como instrumento para diferir la monetización de las divisas extranjeras y evitar una presión alcista sobre los precios, pero dejó de serlo una vez terminada dicha bonanza.

En el campo del derecho bursátil, un ejemplo muy reciente de la movilidad de la norma lo constituye el índice de liquidez bursátil exigido para calificar como sociedad anónima abierta. Dicho índice de negociación, fijado inicialmente por la ley novena en 4o/o, fué recientemente reducido por la Comisión Nacional de Valores al 2o/o, en vista de que no se compadecía con el bajo nivel de negociación de acciones en las Bolsas de Valores.

## 3. Contenido Disciplinario Heterogéno.

El contenido de la norma de derecho económico es particularmente variado, y oscila desde lo imperativo (sea de carácter positivo o negativo) hasta lo permisivo. En el primer extremo encontramos, por ejemplo, las normas que prohíben el libre comercio de divisas, la importación de ciertos bienes y servicios, etc... **En materia bursátil, más específicamente, hallamos normas tales como la que ordena realizar oferta pública para adquirir más del diez por ciento (10o/o) de las acciones de sociedades con quinientos o más accionistas o como la que prohíbe a las sociedades comisionistas adquirir para su propio pecunio acciones inscritas en bolsa. Dentro de la categoría de normas permisivas, por otra parte, podríamos citar una bastante novedosa, cual es la que permite a las sociedades no abiertas celebrar Convenios de Apertura con la Comisión Nacional de Valores, obteniendo a cambio el derecho a ser reputadas abiertas para fines fiscales y crediticios. Esta disposición, consagrada en la reciente reforma tributaria, comporta una modalidad "sui generis" de convención entre el estado y los particulares, muy diferente a la que ordinariamente rige la contratación administrativa.**

En los Compromisos de Apertura, en efecto, el Estado no pretende obtener de parte del particular las prestaciones que usualmente son materia de un contrato administrativo típico, sino la realización de una política económica y social, cual es la democratización de la propiedad accionaria de la sociedad anónima y la capitalización de la misma. Por otra parte, la multa a la que se hace acreedora la sociedad en caso de que incumpla el Compromiso de Apertura no tiene por objeto reparar un perjuicio supuestamente irrogado al Estado como parte contratante, sino que constituye el instrumento para regresar las cosas al estado anterior al Convenio, "cobrándole" a la sociedad los impuestos que ésta y sus accionistas dejaron de pagar.

En otras palabras, la multa viene a ser el mecanismo para privar a la sociedad incumplida de los beneficios económicos que se le concedieron en razón al Compromiso de Apertura asumido por la misma.

#### 4. Los conceptos o expresiones utilizados por la norma de derecho económico gozan de cierta versatilidad o "plasticidad"\*

El carácter instrumental de la norma de derecho económico exige que las proposiciones jurídicas que la contienen sean lo suficientemente amplias y flexibles como para permitir al intérprete adecuar su sentido a la realidad económica, imposible de encasillar en moldes o fórmulas demasiado rígidas y formalistas. Surge aquí el problema -especialmente tratándose de normas de carácter penal- de establecer hasta qué punto puede dotarse a las normas de derecho económico de esta conveniente elasticidad sin que ello conlleve el desconocimiento del principio de tipicidad, que exige una clara y precisa descripción del hecho punible como garantía del derecho de defensa.

En relación con este tema resulta interesante hacer una breve alusión a una reciente sentencia de la Corte Suprema de Justicia, proferida con motivo de una demanda de inconstitucionalidad instaurada contra una de las disposiciones de la Ley 32 de 1979.\*

Se trata de la prohibición impuesta por la Ley 32 de 1979 a los intermediarios de valores en general, y reiterada por el Decreto 1172 de 1980 al regular la actividad de las Sociedades Comisionistas de Bolsa, cual es la de abstenerse de realizar **operaciones que no sean representativas de la situación del mercado, a juicio de la Comisión Nacional de Valores**. La Corte, desechando los cargos formulados por el actor contra esta norma, la encontró ajustada a la Constitución, sosteniendo, entre otros argumentos, los siguientes:

"El cargo que formula el actor contra la norma demandada radica en que ni en ella, ni en parte alguna del estatuto al cual pertenece, se define ni explica lo que se debe entender por operaciones no representativas de las condiciones del mercado, lo que produce agravio a los artículos 23 y 28 de la Carta; al primero, porque la restricción de la libertad personal que él impone exige que su motivo lo defina previamente la ley con claridad, precisión y suficiente determinación, para que no quede al arbitrio de la autoridad decidir cuándo ocurre el hecho prohibido al que se refiere la disposición; al segundo porque tal imprecisión de ésta es lesiva del principio de legalidad contemplado en la referida norma constitucional y que generalmente se enuncia con el principio **nullum crimen sine lege**".

\* La "plasticidad" de la regla de derecho económico es ampliamente destacada por los franceses Jacquemin y Schians, en su obra "Le Droit Economique", Pág. 100 y siguientes.

\* Corte Suprema de Justicia, Sala Plena. Sentencia de enero 30 de 1984, Magistrados Ponentes Drs. Carlos Medellín, Ricardo Medina Moyano y Alfonso Patiño Roselli. Norma Acusada: Numeral 4o. del Artículo 8o. del Decreto 1172 de 1980.

“Seguramente no se haya disposición alguna que indique de manera expresa o taxativa cuáles operaciones no son representativas de las condiciones del mercado, pero éstas sí son determinables a la luz de los hechos que constituyen el mercado y de las reglas que lo normativizan... Para el caso la referencia legal a las condiciones del mercado y la correspondencia con ellas de parte de las operaciones que realicen los comisionistas... no solo constituye un criterio para el juicio de la Comisión Nacional de Valores, que es la encargada de analizar los hechos y calificarlos... sino que ofrece abundantes elementos que permiten llegar a la determinación del comportamiento que se prohíbe, no de manera caprichosa, sino ajustándose a una realidad mercantil muy concreta, y señalada con claridad y precisión suficientes. Lo demás, es el margen indispensable para que la autoridad que ha de analizar y calificar los hechos lo haga con su propio criterio, con indispensable elasticidad y con la objetividad que, según ya se dijo, debe garantizar su experiencia y su ciencia en estos menesteres de la economía financiera. Como lo afirma acertadamente el Procurador, “el principio de legalidad no supone la eliminación de todo ingrediente de apreciación o valoración del Juez juzgador sino la supresión de las valoraciones puramente subjetivas, caprichosas o arbitrarias”.

Conviene advertir que el anterior no es ni mucho menos el pensamiento unánime de los magistrados de la Corte. En efecto, y en extenso salvamento de voto, algunos magistrados, acogiendo los argumentos del actor, concluyen que la Comisión Nacional de Valores “... ha quedado por unción del fallo con el simultáneo carácter de legislador, ex-post-facto o no, según su arbitrio, y de juzgador, en monumental afrenta al principio de separación funcional establecido como garantía de libertades en el artículo 55 de la Constitución”. Para los magistrados disidentes, la norma acusada es una “norma en blanco”, de naturaleza prohibitiva y con consecuencias punitivas, que por su gravedad se halla proscrita del Constitucionalismo contemporáneo y de nuestro Estatuto Fundamental. Lo anterior por cuanto en ella se deja en manos de la autoridad administrativa o del juzgador, o en uno mismo que ostente esa doble condición, como en este caso, su regulación y aplicación.

Quizá resulte del interés del auditorio anotar que **precisamente con fundamento en la norma a la que nos hemos venido refiriendo, la Comisión Nacional de Valores impuso a la sociedad Administradora de los Fondos de Inversión Gran-colombiano y Bolivariano una multa de \$13.000.000.**, al haber encontrado que dicho intermediario de valores realizó 138 operaciones orientadas a fijar artificialmente los precios de algunas acciones que figuraban dentro de su portafolio de inversiones. Estas operaciones, en tanto se orientaron a manipular los precios del mercado, fueron calificadas por la Comisión como no representativas de las condiciones del mercado.

La disposición que prohíbe a los intermediarios de valores realizar operaciones no representativas del mercado no es el único ejemplo de la elasticidad y “plasticidad” propias de los conceptos empleados por las normas de derecho económico. En efecto, podemos encontrar, en un rápido recorrido por la Ley 32 de 1979, normas como las siguientes.

- a). El Parágrafo del artículo 6o. el cual entiende por **oferta pública** (noción fundamental en el derecho bursátil) aquella que se dirija **a personas no determinadas o a sector o grupo de personas determinadas**, o que se realice por algún

**medio de comunicación masiva para suscribir, enajenar o adquirir** documentos de los mencionados en la misma disposición. Como se ve, se trata de una noción bastante amplia. La misma norma, valga anotar, faculta a la Comisión Nacional de Valores para fijar criterios de carácter general conforme a los cuales se establezca si una oferta es pública.

- b) Los numerales 3.) y 18.) del Artículo 9o. los cuales permiten a la Comisión adoptar las **medidas necesarias para promover el desarrollo del mercado de valores y proteger los intereses de los inversionistas**, respectivamente.
- c) El numeral 14.) del precitado artículo 9o. el cual faculta a la Comisión para adoptar las medidas de carácter general que se requieran para proteger los **sanos usos y prácticas** que deben observarse en el mercado de valores.
- d) El artículo 12, numeral 1o.), donde se permite que la Comisión Nacional de Valores suspenda la inscripción de un documento en el Registro Nacional de Valores cuando hubiere **temor fundado de que con él se puede causar daño a sus tenedores o al mercado de valores**.
- e) Pasando a otras normas de nuestro derecho bursátil, vale la pena citar la contenida en el artículo 9o., literal h) del Decreto 384 de 1980, la cual prohíbe a las sociedades administradoras de inversión llevar a cabo **prácticas inequitativas o discriminatorias** con los suscriptores del Fondo que manejen.
- f) No puede pasarse por alto, dentro de una enunciación de ejemplos de elasticidad de la norma de derecho bursátil **uno muy importante y de mucha actualidad, cual es el de la disposición que fija el porcentaje máximo de acciones que puede controlar un mismo accionista dentro de una sociedad anónima abierta**. En efecto, y de acuerdo con el artículo 10o., literal c.) de la Ley 9a. de 1983, uno de los requisitos que debe reunir una sociedad para poder ser considerada abierta para efectos fiscales consiste en que "ningún accionista o grupo de accionistas que sean cónyuges o parientes entre sí dentro del segundo grado de consanguinidad, primero de afinidad o único civil, posean más del treinta por ciento (30o/o) del total de las acciones, bien directamente o a través de sociedades filiales, subsidiarias o de familia".

Dentro del corto tiempo que lleva aplicando esta norma, la Comisión Nacional de Valores ha hecho especial énfasis en lo siguiente:

1. Por "accionista", para efectos de lo dispuesto en la disposición en comento, no puede entenderse única y exclusivamente a las personas cuyos nombres figuren dentro del Libro de Accionistas de la respectiva sociedad. **En efecto, la averiguación de la verdad material - principio rector de la interpretación de las normas de derecho económico.** impone que también se considere "accionista" a quien en la práctica ejerza, a través de interpuestas personas—naturales o jurídicas— los derechos inherentes a tal condición.
2. Precisamente para poder establecer tal condición de "accionista", cuando esta se ejerce indirectamente a través de sociedades **subordinadas**, la Comisión ha venido interpretando con un criterio material y no formal la definición que de tal clase de sociedades traen los artículos 260 y 261 del Código de Comercio. Es así como se entiende con sentido amplio, que una sociedad es subor-

dinada de otra cuando ésta última la controla o dirige económica, financiera y administrativamente. Este control adopta en la vida comercial las más variadas y sofisticadas formas y expresiones, y no puede de manera alguna circunstribirse o agotarse, como parecen haberlo entendido algunos, al clásico y simplista caso de aquella sociedad que tiene más del cincuenta por ciento (50o/o) del capital de otra.

Esta problemática de la utilización de personas jurídicas como interpuestas personas, a propósito, no es nueva. El Consejo de Estado, por ejemplo, decía al respecto lo siguiente, en sentencia de septiembre 9/74 y de la cual fué ponente el doctor Miguel Lleras Pizarro:

“Es evidente que respecto de personas jurídicas no puede predicarse parentesco pero es igualmente evidente que las personas jurídicas no pueden utilizarse como forma, “interpuesta persona” o mampara que en sentido figurado, para este caso sería como cancel movable hecho con un bastidor de formas jurídicas para cubrir o esconder personas o actos cuando la discreción recomienda que no se dejen visibles para todo el mundo. Así la persona jurídica escondería o disimularía la existencia de las personas naturales que la forman y que serían las que, aunque haya intermediación en cadena de varias personas jurídicas, recibirían en definitiva los beneficios o las pérdidas.

Tales personas naturales beneficiarias pueden ser parientes entre sí y tener interés en disimular este parentesco por la utilización de las personas jurídicas a que pertenecen. Esto muestra que aunque la totalidad de los accionistas de una persona jurídica sean también personas jurídicas, los propietarios reales de los beneficios serán personas naturales que puedan estar ligados por relaciones de parentesco lo que permitiría afirmar que la primera persona jurídica es de familia”.

A manera de **conclusión** de lo hasta aquí expuesto, vale la pena reiterar que en esto de las normas atinentes al control accionario de las sociedades anónimas -al igual que en tantos otros temas que ocupan al derecho económico- la autoridad administrativa encargada de aplicarlas debe seguir los criterios hermenéuticos que, sin rebasar los límites fijados por las expresiones utilizadas por el legislador, mejor consulten la intención de éste último o, lo que es lo mismo, la política económica instrumentalizada o plasmada en la respectiva norma. Es así como en el caso concreto de las normas que hemos venido comentando, ésta debe interpretarse de tal manera que no se contrarie la política económica puesta en marcha con ella, la cual es la de propiciar, a través de un tratamiento fiscal preferencial, la apertura o democratización de la sociedad anónima. Mal podría entonces la Comisión adoptar criterios de interpretación exclusivamente formalistas, que condujeran a que sociedades cerradas se hicieran acreedoras a los beneficios reservados para las sociedades abiertas. Como bien lo anota el tratadista Julio Olivera en su obra **“Derecho Económico—Conceptos y Problemas Fundamentales”**, “el intérprete de las leyes económicas debe elegir... dentro de los límites formales que el texto de la ley impone, el sentido que mejor se adapte a los fines y métodos de la contemporánea política estatal de mercado”.

A propósito de los comentarios anteriores, resulta oportuno hacer una breve alusión al concepto de "Beneficiario Real", plasmado en el artículo 12 de la Resolución No. 005 de 1982, emanada de la Sala General de la Comisión Nacional de Valores. Se entiende por beneficiario real:

"Cualquier persona que, directa o indirectamente, por sí misma o a través de interpuesta persona, por virtud de contrato, convenio o de cualquier otra manera, tenga respecto de una acción de una sociedad, capacidad decisoria.

Se entiende por CAPACIDAD DECISORIA la facultad o el poder de votar en la elección de directivas y representantes o de dirigir, orientar y controlar dicho voto, así como la facultad o el poder de enajenar u ordenar la enajenación o gravamen de la acción".

El concepto de "beneficiario real" es originario de la legislación norteamericana, y se apoya en la consideración de que en la práctica, no siempre la persona que figura como propietario o titular formal de una acción es quien realmente ejerce los derechos políticos y económicos inherentes a la calidad de accionista. Ante tal evidencia, la norma de derecho económico, especialmente aquellas relacionadas con la toma del control accionario de sociedades anónimas (como lo es la Resolución No. 005) debe tener por destinatario o sujeto pasivo de las obligaciones que impone al beneficiario real, y no al titular formal de la acción. De lo contrario, fácilmente podría ser burlada, merced al empleo de interpuestas personas, de convenios especiales, etc...

La utilización del concepto de "beneficiario real" naturalmente ha sido objeto de críticas por parte de quienes ven en él un parámetro en extremo vago e impreciso, que acaba con la seguridad jurídica y se presta a arbitrariedades por parte de la autoridad administrativa. No sobra anotar, por último, que el concepto del "Beneficiario Real" también aparece dentro del anteproyecto oficial de reforma financiera, concretamente dentro de las normas relativas a los beneficiarios de los créditos que puedan conceder las entidades financieras.

## **5. Objetivización de las Relaciones Jurídicas nacidas de la norma.**

Con lo anterior queremos significar que las relaciones jurídicas nacidas de la norma de derecho económico se rigen no tanto por la intención o condición de las partes sino por la situación objetiva en que estas se encuentren. La norma parece conceder menos importancia, en el terreno del derecho económico, al sujeto de derecho, o a sus intenciones, y más al objeto que pretende regular o proteger.

Tal vez el ejemplo más importante de esta objetivización lo constituye la noción de "empresa" —noción fundamental dentro del derecho económico— la cual tiende a ser concebida como una organización orientada a la producción, intercambio o distribución de bienes y servicios, antes que como una persona natural o jurídica que ejerce determinada actividad económica. En otras palabras, la tendencia es hacia una objetivización de la noción de "empresa", la cual aparece como una realidad autónoma y permanente que no puede confundirse con los intereses particulares de quienes en ella participan.

Pasando ya al campo de nuestro derecho bursátil, se nos ocurre que un buen

ejemplo de esta tendencia lo es la norma que ordena realizar oferta pública a todo aquel que pretenda convertirse en beneficiario real del 10o/o o más de las acciones de ciertas sociedades. **Como podrá verse, aquí la norma hace caso omiso de cuál sea la intención de quien vaya a adquirir las acciones. Basta que se cumplan los supuestos objetivos ya anotados para que nazca la obligación de formular oferta pública.** Idéntica cosa podría predicarse de otra norma de nuestra legislación, conforme a la cual se prohíbe a las Sociedades Comisionistas de Bolsa, a sus socios y a sus administradores, adquirir para su propio pecunio acciones inscritas en Bolsa.

6. Finalmente, y dentro de esta descripción de las notas distintivas de la norma económica, encontramos que en lo que dice relación con su interpretación y aplicación —se reduce o recorta el papel del juez tradicional. Paralelamente aumenta la intervención de autoridades administrativas especializadas y de expertos llamados a indicar el alcance de estas disposiciones jurídicas que involucran cada vez más conocimientos económicos.

Así mismo resulta pertinente anotar como las facultades de las autoridades encargadas de crear las normas de derecho económico gozan de un amplio grado de discrecionalidad en punto al mérito u oportunidad de las medidas que tomen, hasta el punto de que el control jurisdiccional de las mismas se circunscribe a los aspectos de derecho y no a los de conveniencia.

Se nos ocurre, para no ir más lejos, que el caso ya ampliamente comentado de las operaciones no representativas del mercado es un buen ejemplo de esta tendencia. La ley, en efecto, ha diferido en una autoridad administrativa, y no en la justicia ordinaria, la función de calificar si una operación es o no representativa de la situación del mercado, atribuyéndole además la potestad de sancionar a los intermediarios que incurran en tal conducta prohibida.

## 7. La Regla Jurídica de Derecho Bursátil es de Orden Público.

Siendo el ordenado y eficiente funcionamiento del mercado de capitales un asunto de interés público, es apenas natural que las normas jurídicas que regulan dicho sector de la economía tengan carácter imperativo, de tal suerte que su cumplimiento no quede librado al albedrío de los particulares. De otra manera, le sería prácticamente imposible al Estado alcanzar los objetivos que busca al intervenir en el mercado de valores.

Un ejemplo palmario de esta naturaleza de las normas del derecho bursátil es el de la sanción consagrada en el artículo 10o. de la Ley 32 de 1979 cuando quiera que se realice una oferta pública de valores no autorizada por la Comisión Nacional de Valores. De acuerdo con la citada disposición, es **ineficaz** (subrayamos) todo acto jurídico que se celebre como consecuencia de una oferta pública de valores que no haya sido autorizada por la Comisión Nacional de Valores. El objeto de tan drástica sanción no es otro distinto a asegurar que toda oferta pública se realice con sujeción a ciertos requisitos mínimos de información al público inversionista, evitando que este se vea perjudicado con razón de ofertas temerarias, poco serias o sin la suficiente información para tomar una decisión sobre el negocio jurídico propuesto.

Otro campo del derecho bursátil donde se hace patente la naturaleza de orden público de la regla de derecho económico es el relacionado con la información que deben proporcionar al mercado las empresas oferentes de valores. Como se dijo anteriormente, el mercado de valores es ante todo un mercado de información, como quiera que ésta constituye la principal e insustituible herramienta con que cuentan los inversionistas para tomar sus decisiones, y la que permite que el mercado cumpla con la función de movilizar el ahorro hacia las inversiones más rentables desde el punto de vista económico y social.

De ahí que exista una marcada diferencia entre la información de tipo convencional que las sociedades deben suministrar a sus accionistas (como la que en nuestro medio señala el artículo 446 del Código de Comercio) y la especialísima y mucho más rigurosa que deben suministrar, no sólo sus accionistas sino también al público en general, las sociedades que concurren al mercado público de valores.

Como bien lo ha anotado Joaquín Garrigues, las legislaciones mercantiles han asegurado tradicionalmente una información mínima que las sociedades deben suministrar a sus accionistas. "Más he aquí, anota el jurista español, que junto a ese derecho subjetivo del accionista, al cual corresponde el correlativo deber de la sociedad de facilitar los informes, aparece hoy un deber más amplio, un deber de información al público, precisamente a cargo de aquellas sociedades que hacen apelación al crédito público, llevando sus acciones a la bolsa. En tal caso la marcha de los negocios de la sociedad no interesa sólo a los accionistas, sino que también interesa al público en general, a todos los ciudadanos que puedan, quizá, querer ser accionistas —adquiriendo acciones de la sociedad en cuestión y que, por lo tanto, tienen derecho a ser informados de lo que ocurre en el seno de determinada sociedad. El derecho individual se ha convertido en un deber público.\* En este campo de la información al público, conocido dentro del derecho anglo-sajón como "disclosure", la Comisión de Valores ya ha comenzado a dar unos primeros pasos, al exigir a las sociedades cuyos valores se cotizan en Bolsa, la divulgación de una serie de informaciones especiales mucho más ricas y amplias que las requeridas por nuestra legislación mercantil. (Estas informaciones especiales están contenidas en las Circulares Nos. 007/83; 003 y 004 de 1984).

Como podrá apreciarse, dentro del derecho bursátil las normas relativas a la información que deben proporcionar las sociedades sobre sus negocios han dejado de tener un cariz meramente privado, para pasar a ser normas de marcada estirpe de orden público.

A manera de corolario de estos comentarios, tal vez resulte útil hacer la siguiente reflexión final: el gran desafío que se plantea a la ciencia jurídica consiste en cómo hacer de la norma de derecho económico una disposición eficaz para alcanzar ciertos resultados en la esfera de la economía, sin que en aras de dicha eficacia se sacrifiquen o vulneren en materia grave ciertos principios o valores jurídicos fundamentales dentro de un estado de derecho como son, por ejemplo, la seguridad jurídica, la permanencia y generalidad de la norma, la tipicidad de la norma penal, etc. Dicho en otras palabras: ¿Cuál es el justo medio donde la regla jurídica respeta los valores jurídicos fundamentales y a la vez sirva como instrumento eficaz para regular los cada vez más complejos fenómenos económicos de nuestra época?

\* Joaquín Garrigues, Hacia un Nuevo Derecho Mercantil, Editorial Tecnos, 1971, pág. 175.